全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

東航金融·衍生译丛
KiiiK CES FINANCE

常青藤投资组合

如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市？

梅班·T. 费伯（Mebane T. Faber）
埃里克·W. 理查森（Eric W. Richardson） 著
周 瑜 译

THE IVY PORTFOLIO

梅班·T. 费伯，坎布里资产管理公司（Cambria Investment Management）投资组合经理，阿尔法克隆投资研究网站（AlphaClone）合伙创始人，“世界尝试”（World Beta）博主，多产作家及评论家。
埃里克·W. 理查森，密歇根大学法学博士，坎布里资产管理公司总裁兼首席执行官。

上海财经大学出版社





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088
理想藏书55188

東航金融·衍生译丛
KiiiK CES FINANCE



常青藤投资组合

如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市？

梅班·T.费伯（Mebane T.Faber）
埃里克·W.理查森（Eric W.Richardson） 著
周 瑜 译

上海财经大学出版社 WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和……
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

常青藤投资组合:如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市? /(美)费伯(Faber,M. T.),理查森(Richardson,E. W.)著. 周瑜译. —上海:上海财经大学出版社,2011.9
(东航金融·衍生译丛)
书名原文:The Ivy Portfolio:How to Invest Like the Top Endowments and Avoid Bear Markets
ISBN 978-7-5642-1090-8/F·1090

Ⅰ.①常… Ⅱ.①费… ②理…③周… Ⅲ.①基金-投资-研究-美国 Ⅳ.①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 107364 号

□ 策　　划　温　涌
□ 责任编辑　温　涌
□ 封面设计　张克瑶
□ 责任校对　胡　芸
　　　　　　林佳依

CHANGQINGTENG TOUZI ZUHE
常青藤投资组合
——如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市?

梅班·T.费伯
(Mebane T. Faber)
埃里克·W.理查森　著
(Eric W. Richardson)
周　瑜　译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙　邮编 200434)
网　址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海崇明南海印刷厂装订
2011 年 9 月第 1 版　2011 年 9 月第 1 次印刷

787mm×1092mm　1/16　14.25 印张(插页:2)　204 千字
印数:0 001—3 000　定价:44.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2011-042 号

The Ivy Portfolio: How to Invest Like the Top Endowments and Avoid Bear Markets

Mebane T. Faber, Eric W. Richardson

Copyright © 2009 by Mebane T. Faber, Eric W. Richardson

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2011.

2011 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

20世纪70年代，随着布雷顿森林体系的瓦解，美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆，金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化，带来了巨大的避险需求。以此为契机，金融衍生品逐渐从幕后走到前台，成为了风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972年，以外汇期货在芝加哥商业交易所的正式交易为标志，金融期货在美国诞生。金融期货的本质，是把金融风险从金融产品中剥离出来，变为可度量、可交易、可转移的工具，被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过30年的发展，金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分，在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006年9月8日，经国务院同意、中国证监会批准，中国金融期货交易所在上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备，我国第一个金融期货产品——沪深300股指期货——于2010年4月16日顺利上市。正如王岐山副总理在贺词中所说的：股指期货正式启动，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行一年半，实现了平稳起步和安全运行的预期目标，成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出，对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化：一是抑制单边市，完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制，增加了市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡制约力量，有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货，可以替代在现货市场的频繁操作，增强持股信心。同时，股指期货具有一定的远期价格发现功能，可在一定程度上引导现货交易，稳定市场预期，减少股市波动频率。二是提供避险工具，培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险，但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移，起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系，增加市场的广度和深度，改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具，不仅能够完善金融产品体系，增加市场创新功能，提高市场运行质量，同时也有助于保障金融资源配置的主动权，实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市，打开了我国金融期货市场蓬勃发展的大门。中国是一个经济大国，一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权，必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出，要加快经济发展方式转变，实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例，积极稳妥地发展期货市场，同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求，给予了更加广阔的空间。下一步，在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上，中金所将进一步加强新产品的研究与开发，在风险可测、可控、可承受的条件下，适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种，为资本市场持续健康发展，为加快推进上海国际金融中心建设，做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步，还是一个新的事物，各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此，加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍，深化投资者教育工作，事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金融作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台，始终对境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注，在金融衍生品市场风险研究与资产管理实践等领域，努力进行着有益尝试。这套由东航金融携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融·衍生译丛”，包含了《对冲基金型基金》、《看不见的手》、《对冲基金表现评价》、《对冲基金大师》、《常青藤投资组合》五本著作。它们独辟蹊径，深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场，特别是对冲基金领域的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场，熟悉投资策略，树立正确的市场参与理念和风险防范意识，为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰
中国金融期货交易所总经理
2011 年 8 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

我做了什么？

2008年，当许多投资者在几乎所有资产类别上都面临巨大亏损时，他们也在问自己这个同样的问题。股票、不动产、商品甚至许多对冲基金均遭受了30%乃至更多的价值重挫。环顾如此困顿的迷局，投资者们都开始重新审视他们的投资组合管理方法。在此环境下，《常青藤投资组合》一书如何帮助投资者们保护他们的投资资本呢？

本书首先审视了两家最大型的捐赠基金——耶鲁大学和哈佛大学捐赠基金——成功背后的投资理论、操作流程以及管理原则。为兼顾投资新手和老练的专业人士，我们对这些象牙塔专业投资人管理其投资组合的技巧进行了去神秘化剖析。以上述捐赠基金的政策投资组合(Policy Portfolios)为线索，《常青藤投资组合》一书向投资者展现了如何针对各种资产类别构建核心资产配置的方法，以期在不同经济环境下均能从中获得稳定回报。

其次，《常青藤投资组合》一书详细介绍了战术资产配置的一个简单方法，它能帮助投资者投资组合抵御2008年资产类别所遭遇的大幅下跌。规避代价高昂的熊市是投资组合中资本保值的基础，而上述方法在2008年也有令人称道的表现。

最后，本书详细阐述了如何坐上顶级对冲基金在选股能力方面的轿子，从而跟随敏锐资金并构建股票投资组合的方法。因为自1976年以来，仅仅是简单仿效沃伦·巴菲特选股方法的投资组合，每年都超越标普500指数表现10%以上。如果掌握上述跟随技巧，投资者即可为自己构建一个基于顶级投资经理人基金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多元化基金，与此同时，仍能保留管理个人持仓的灵活性。

读者不禁会问："市面上关于资产配置的书籍已经汗牛充栋，而且其中还有两本是史上最牛投资组合经理的作品，我们为什么还需要一本探讨此话题的书籍呢？"我想说的是，本书绝不是又一本关于资产配置的入门读物。事实上，对于那些不熟悉资产配置领域的读者，我们仍然推荐他们选读罗杰·吉布森（Roger Gibson）(《资产配置》)或者大卫·达斯特(David Darst)(《精通资产配置艺术》)的伟大著作，以作为阅读本书的良好先导。

对大师本人的作品感兴趣的投资者可以阅读大卫·斯文森(David Swenson)专门针对专业投资人撰写的《创领投资组合管理》以及针对个人投资者的《非传统制胜》。同样，在对冲基金、私募股权以及捐赠基金领域都有大量优秀入门书籍供读者参考(例如，您可以浏览本书末尾给出的阅读书目清单)。

总而言之，《常青藤投资组合》的要旨首先是向读者奉献一本剖析顶级捐赠基金的具有高度适读性的书籍，其次是探索投资者如何能在规避熊市的同时复制其回报的可能方法。本书关注的焦点依然在实践应用层面，如此投资者方能将阅读本书的收获立即付诸投资组合的掌控行动之中。

贯穿始终，本书都会涉及大量并非属于本书讨论范畴的文章和主题。读者可以在本书的参考网站 www.theivyportfolio.com 中获得有关这些内容的白皮书和原始资料链接。我们欢迎读者就本书提出各种评论和问题，您可以通过 ivy@cambriainvestments.com 发送电子邮件与我们进行交流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

一切始于某个为单多投资组合寻找最优对冲策略的下午：首先是完结工作的一篇研究论文，然后是一个博客，最终是一整本书。一路走来，无数的人和机构为我们提供了无私帮助。

我们首先要感谢的是奈德·戴维斯研究公司(Ned Davis Research)的拉里·温勒和丹尼尔·萨博恩，感谢他们在为本书绘制图表过程中所做的杰出工作。一直以来，奈德·戴维斯研究公司提供的工作成果都是定量分析商业领域的黄金标准。

感谢我们的博客网站——世界贝塔(World Beta)——的所有读者。感谢你们的电子邮件、评论以及建议，因为它们为我们开启了众多我们未曾想象的研究道路。

感谢梅金·亚达拉，他的创业雄心成就了我们的博客贴吧并将其打造成一家软件公司。我们也要感谢詹姆斯·阿尔图彻，感谢他在13F文档研究进程上给予的远见和激励，同时也感谢斯科特·希尔德布兰在手工回溯测试原始模型上提供的帮助。感谢格里芬教授将我们引进对冲基金的王国。

感谢克里斯·克拉克、韦恩·费伯以及斯科特·班纳吉在早期手稿编撰上提供的帮助，同时感谢林德赛·乔特的慷慨分享。我们也对允许我们在本书中引用其图表的黑星公司(Blackstar)的埃里克·克里特顿和科尔·威尔考克斯心存感激。

感谢(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)的杰西卡·赛德、全球金融数据服务公司(Global Financial Data)的布莱恩·泰勒、剑桥联合公司(Cam-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

bridge Associates)、亨尼斯咨询集团(Hennessee Group)、瑞士信贷/特里蒙特(Credit Suisse/Tremont)以及对冲基金研究公司(Hedge Fund Research),感谢上述个人和机构允许我们在本书中使用他们的研究数据。

我们也要感谢威利出版公司的各位编辑和出版人员,他们一直容忍着我们的不断询问和修订。劳拉、比尔、艾米丽,谢谢你们。

感谢所有顶级捐赠基金、校友基金以及投资基金的从业先锋人士们——没有你们的实践,本书出版亦无可能。

最后,离开本书作者的每位家庭成员和朋友的支持,本书也无法顺利付梓;谢谢你们!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

前言/1

致谢/1

第一部分 构建你的常青藤投资组合

第1章 超级捐赠基金/3

捐赠基金各不相同/4

捐赠基金规模很重要……/8

投资表现也同样重要……/11

主动管理超越被动管理/15

本章小结/16

第2章 耶鲁大学捐赠基金/18

耶鲁大学捐赠基金的历史/19

大卫·斯文森的攀登之路/23

关于阿尔法值和贝塔值/32

勾勒耶鲁投资流程/36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本国股票/36

外国股票/38

固定收益/39

实物资产/40

私募股权/41

绝对回报率/42

本章小结/42

第 3 章　哈佛大学捐赠基金/43

哈佛大学捐赠基金的历史/43

所有者的理性/45

哈佛捐赠基金的斯文森/47

更多资金，更多问题/50

哈佛如何行事/52

本章小结/55

第 4 章　构建你自己的常青藤投资组合/57

跟我学——做超级捐赠基金的影子/58

风险调整后回报/67

照我说的做/70

通胀是敌人/72

通过指数化构建全天候政策投资组合/74

实施你的投资组合/78

再平衡你的投资组合/81

本章小结/83

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 另类资产

第 5 章 私募股权/87

何为私募股权？/88

历史回报与基准化/89

如何投资公开上市的私募股权/96

本章小结/99

第 6 章 对冲基金/101

对冲基金简介/102

基金的基金/107

投资于对冲基金的选择/116

个人对冲基金/126

基金的基金/128

操作注意/133

本章小结/134

第三部分 主动管理

第 7 章 以不损失制胜/139

亏损之伤/140

量化系统/146

样本外测试与系统化战术资产配置/153

时间选择模型扩展/163

轮动系统/164

操作注意与税收/166

纪律/168

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统与捐赠基金对比/171
为什么它起作用/172
本章小结/175

第 8 章　跟随灵智资本/176
13F 介绍/177
整合顶级基金经理以构建你自己的基金的基金/187
本章小结/191

第 9 章　制订行动计划/192
实施你的常青藤投资组合/193
《常青藤投资组合》讨论的投资组合/196

附录 A　动量与趋势跟随系统简介/199

附录 B　补充图表/202

附录 C　推荐阅读材料/210

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

构建你的
常青藤投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章　超级捐赠基金

16.62%。

——1985～2008 年耶鲁捐赠基金每年投资回报年化收益率[1]

我们要想更好地认识上面这个数字，就须知在这段美国历史上的最大牛市中，标普 500 股票指数的同期年回报率是 11.98%。

耶鲁捐赠基金不仅以超过 4%的幅度提供了更高回报，而且以低于 33%的波动率和只有一个年份亏损（也就是在 1988 年有微小的－0.2%的损失）的表现超越了同期股票市场。类似地，哈佛捐赠基金同期也录得了高于 15%的年回报率和低于股票市场 10%的波动率[2]。在标普 500 股票指数从 2000 年 7 月至 2003 年 7 月遭遇 30%严重下挫的同期，耶鲁捐赠基金和哈佛捐赠基金分别获得了近 20%和 9%的投资收益。

更直观地比较：1985 年投资于耶鲁捐赠基金的 10 万美元到 2008 年 6 月增值可达 400 万美元，同期投资于标普 500 股票指数和 10 年期美国政府债券的 10 万美元的到期收益则分别仅为 150 万美元和 95 万美元。而同期投资于哈佛捐赠基金的等量资金也可在到期时增值至令人艳羡的 300 万美元。

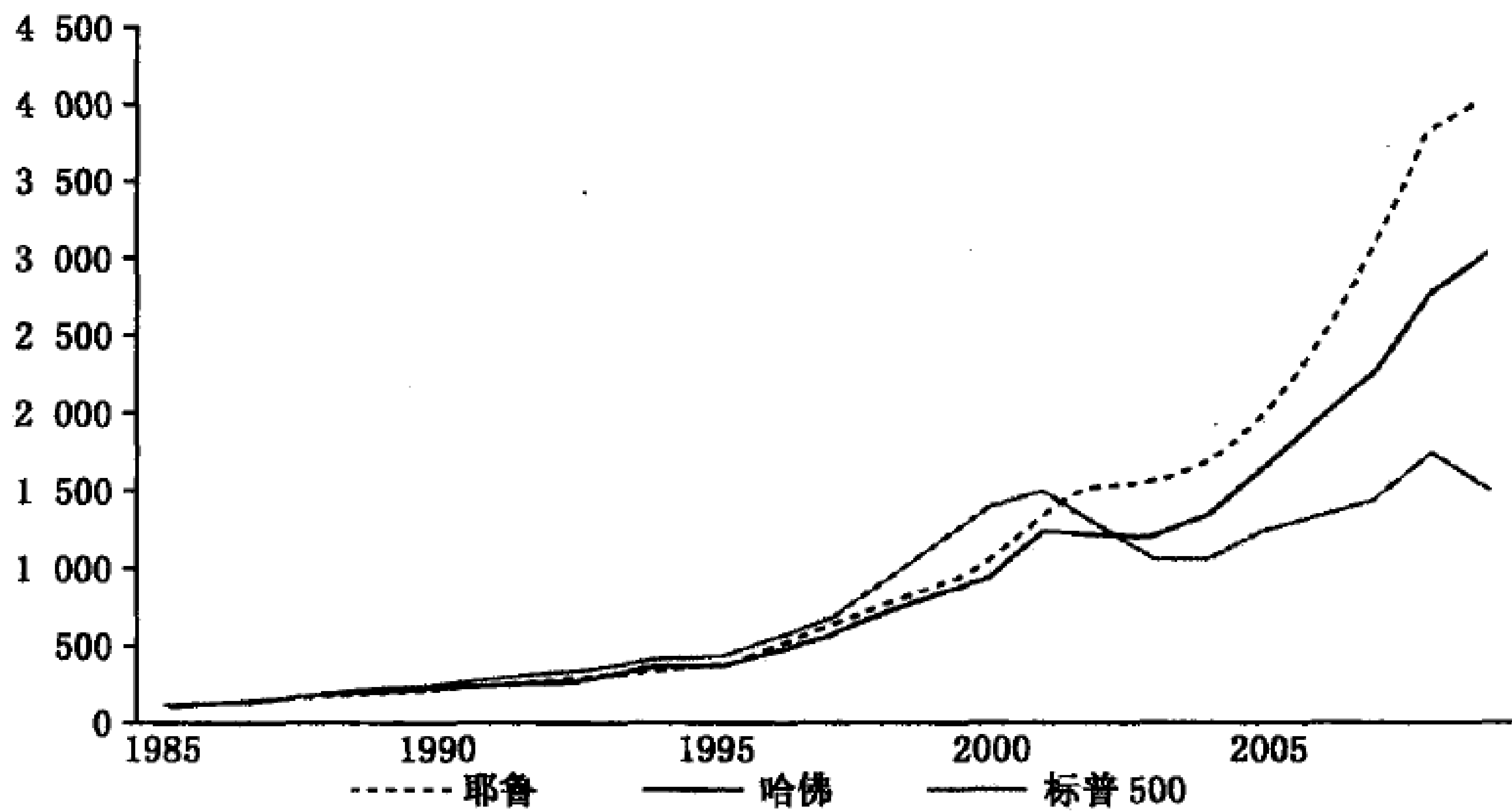
图 1.1 展示了这两家顶级捐赠基金（按规模）表现与标普 500 股票指数

[1] 捐赠基金各财年的截止日期是 6 月 30 日；因此，按照日历年度截止 12 月 31 日的股票市场年度回报和 6 月 30 日时的相应数值会有些许差异。

[2] 除非特别说明，波动率一般用年回报率的标准差来度量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现的对比。



资料来源:哈佛与耶鲁捐赠基金年度报告。

图 1.1 耶鲁、哈佛捐赠基金权益价值曲线与标普 500 股票指数对比

(1985～2008 年,财年截止 6 月 30 日)

耶鲁与哈佛捐赠基金究竟是如何获得如此高额回报的？更重要的是,个人投资者是否也能获得类似的成功？这正是本书要探讨的焦点——管窥象牙塔以期融合顶级学人与现实投资技巧,并以此指导你管理投资组合。

捐赠基金各不相同

有效管理大学捐赠基金要求平衡本质上相互冲突的一些目标。一方面,大学需要获得迅速收益以支持当前一代的大学学者。另一方面,投资管理人又必须考虑将来各代学者们的需求。所以说,捐赠基金必须获得充分保全,从而能够像耶鲁大学本身一样可以一直存续下去,这里,我们的意思是永远存续。

——理查德·列文(Richard Levin)主席,2000 年耶鲁捐赠基金报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐赠基金和普通证券投资组合稍有不同。首先,它们无须向美国政府缴纳任何税费。这一优势使得捐赠基金在选择资产类别和投资策略时和其他应税投资账户大有不同,因为在制定投资决策时无须考虑长期和短期资本利得的区别。

其次,捐赠基金具备长期投资的视野:而且是无限期长期投资。它们希望保持一种永久存续能力,如此即可如同对待当代学生一样,公平、近似地对待一代代未来的学生。为实现该目标,捐赠基金每年通常要花费基金规模的4%~5%以支付所在大学的运营成本。[1] 也正是基于上述长期视野,捐赠基金通常执行无限制的投资政策,并且无须像普通投资者那样,时常要维持一定流动性要求(用于购买住房、支付孩子的大学教育费用、支付医疗费,等等)。所以,长期投资理念允许捐赠基金投资于诸如森林等非流动性资产类别,此类投资通常要求投资人具备超过 20 年的长期视野。

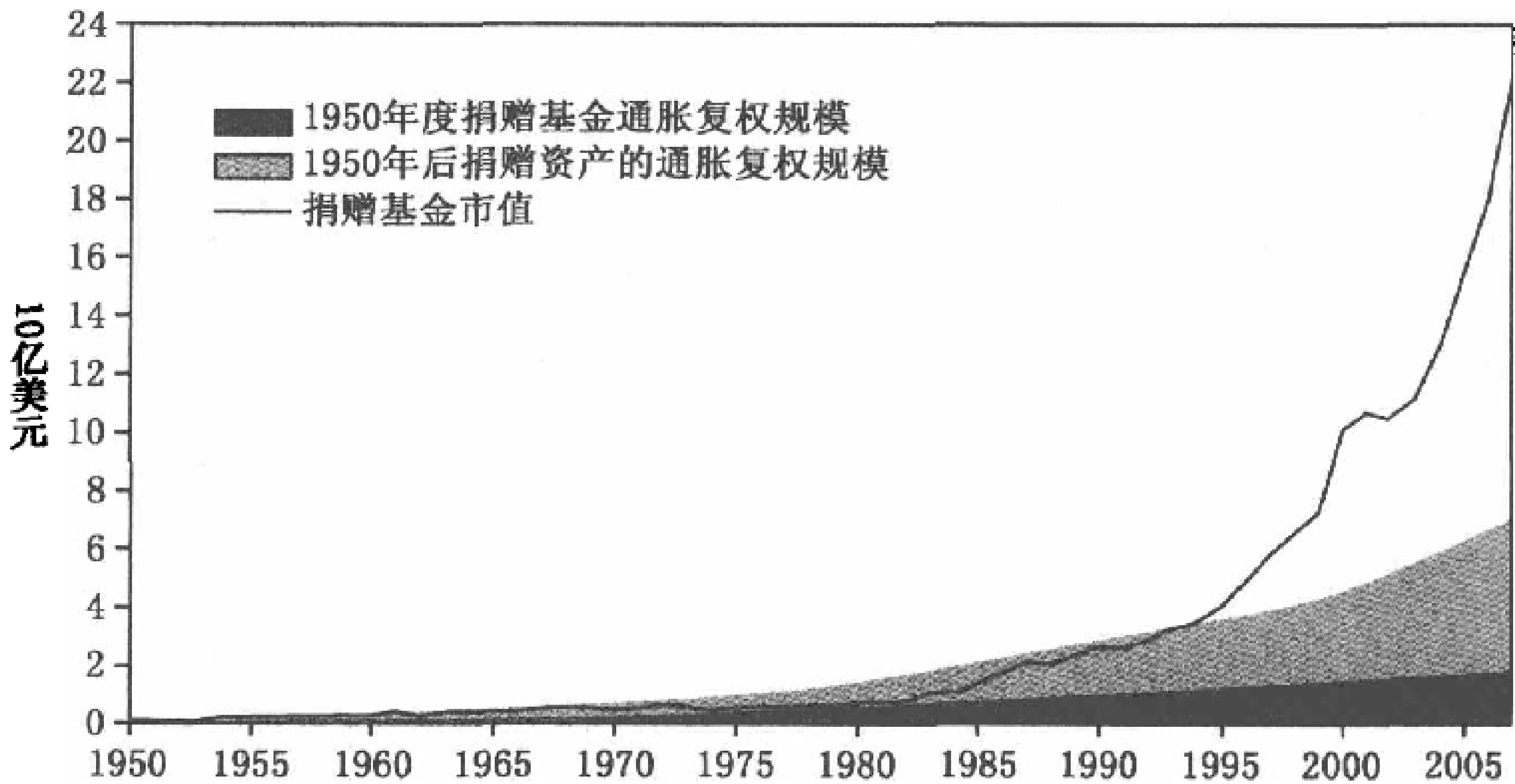
为避免资产规模缩减,捐赠基金管理人必须致力于实现其投资组合回报率高于通胀率(从历史来看年均 3%左右,但也曾远远高于此数值)以及大学的支出比率(4%~5%)。通胀是捐赠基金的最大敌人,各家捐赠基金自然都希望其回报图表能和耶鲁捐赠基金的看起来一样(参见图 1.2),增长率可以轻松地超越同期通胀平均值。扣除通胀前的基金回报率为名义回报率,扣除后的才是真实回报率。

捐赠基金对大学的健康发展越来越重要,可持续的捐赠基金能将大学从对单一融资来源的依赖中解放出来。充足的基金可用于投资新的设备、创建并维持多样的学术点、资助研究并设立更多奖学金项目。

图 1.3 实例地详细展示了耶鲁大学捐赠基金收益的支出情况。耶鲁捐赠基金的支出规模从 1990 年占大学运营预算(8 600 万美元)的 12%上升到

[1] 在学费支出不断上涨的背景下,近来政治家们也开始认为捐赠基金并没有完成足够的资金支出。相关立法也正考虑要求捐赠基金每年应按照其资产规模的一定比例进行支出。这一点类似于对普通基金的要求,因为正是每年必须支出其资产总值 5%,才赋予了此类捐赠基金的税收免除地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：耶鲁大学 2007 年捐赠基金报告。

图 1.2 耶鲁捐赠基金表现与通胀率对比(1950～2007 年)

今天占预算规模(68 400 万美元)的 33%。如果您觉得这些比例还不够引人注目，那么请注意：普林斯顿大学近一半的大学运营预算都是由该校捐赠基金提供资助的。

为什么不运营捐赠基金

哈佛、耶鲁以及普林斯顿的成功凸显了强势捐赠基金所做贡献在缔造一所大学上的重要性。要说明糟糕的捐赠基金资产管理是如何阻碍一所大学发展的，我们可以看看以下几个不明智决策制定的例子。

20 世纪 70 年代早期，罗切斯特大学拥有仅逊于哈佛大学和得克萨斯大学的第三大捐赠基金规模。但是由于糟糕的回报(其中包括一年出现高达 40%的亏损)，该基金现在仅列全美大学捐赠基金的第 39 位。在该基金不走运的投资决策单上高高罗列着重仓配置的诸如柯达和施乐之类的本土公司股票。因为所投资股票的羸弱回报，20 世纪 90 年代中期该校不得不大量缩减教工编制和学术研究项目。[个人投资者最严重的错误就是，将所有资金都投资于一家本土公司或者所在雇主的公司。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

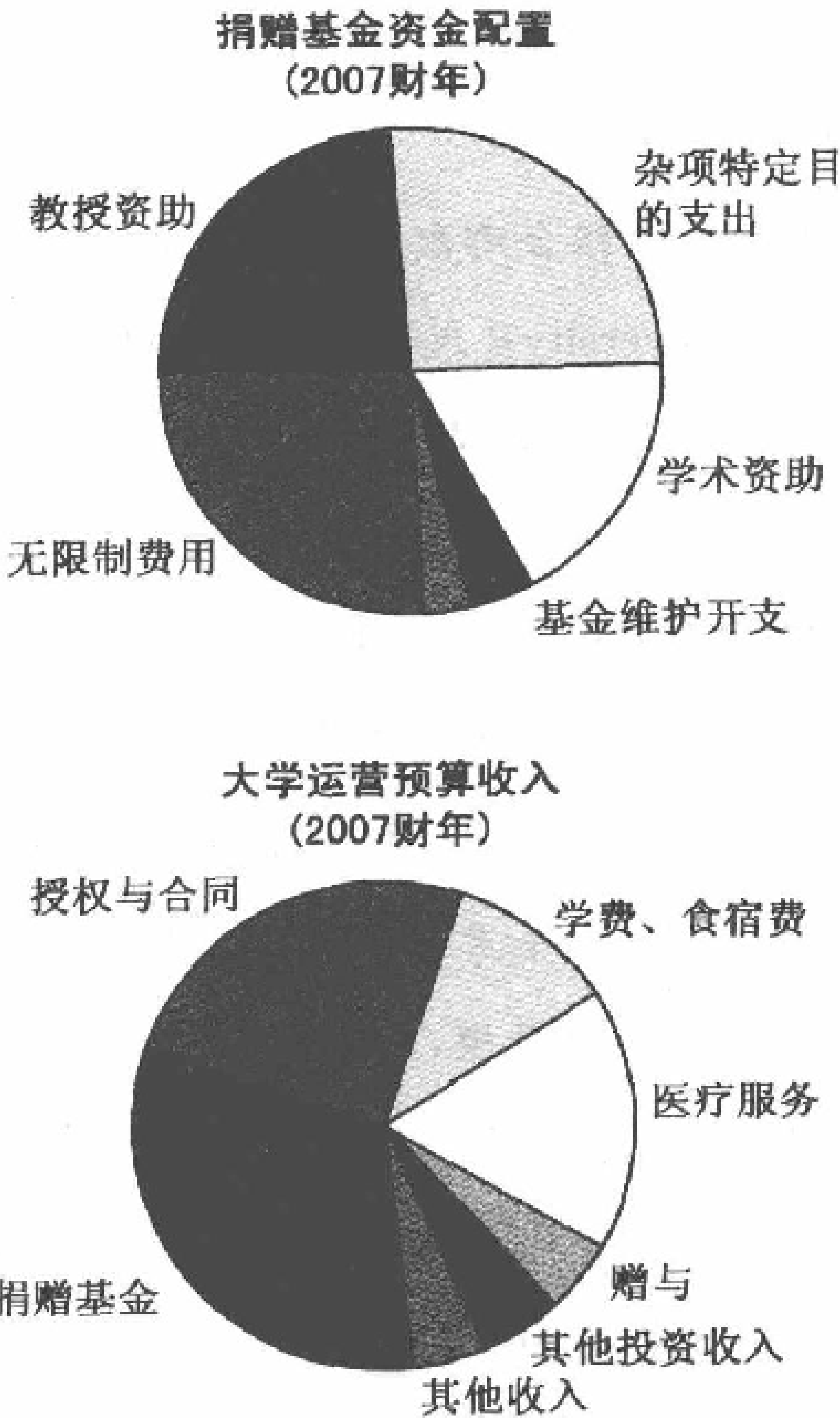
可能会赚到钱，但风险也非常高——去问问安然(Enron)和贝尔斯登(Bear Stearns)的前雇员就明白了。]

将整个捐赠基金的投资组合都配置在一个集中投资标的上的风险，在埃默里大学(Emory University)[或称可乐大学(Coke University)]的操作中也很明显。我打赌，您一定能猜出该基金将几乎所有资产都配置在哪只股票上了。

波士顿大学是捐赠基金投资中出现过度风险和利益冲突的又一例子。波士顿大学的一家风险投资子公司于 1979 年向一家名为塞拉基因(Seragen)的生物技术公司进行了投资，该公司由一群该校的科学家创立。在 1979～1997 年的近 20 年里，波士顿大学共计向此公司投资逾 1 亿美元。要了解这一笔投资的规模，我们要知道波士顿大学 1979 年整个捐赠基金的总值才为 1.42 亿美元(而 1976 年该数字仅为3 100万美元)。塞拉基因公司在 1992 年完成了首次公开募股，但到 1997 年末，波士顿大学的这笔 1 亿美元投资的当期价值仅为 400 万美元。但是，这个时候该校捐赠基金的规模已达 4 亿美元，所以虽然上述投资损失惨痛，但还不算是灾难性的。最后，在熬过 2000～2003 年股权熊市的糟糕表现后，波士顿大学捐赠基金资产规模已经恢复至 10 亿美元的水平(勒纳，2007)。

在基金领域投资集中问题经常显得更加严重，因为这些基金通常典型地将其资产配置于创建该基金的公司股票上。帕卡德(Packard)基金将其 90%资产用于持有惠普(Hewlett-Packard)公司的股票。在股权牛市巅峰时期，帕卡德基金市值超过 150 亿美元，但到 2003 年，其市值跌去近 2/3，仅剩 50 亿美元，而截至 2007 年底，该数值也仅仅恢复至 65 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：耶鲁大学 2007 年捐赠基金报告。

图 1.3　耶鲁捐赠基金对大学运营预算的贡献

捐赠基金规模很重要……

美国的大学捐赠基金管理着不菲的资金（见表 1.1）。其中，资金规模超过 10 亿美元的捐赠基金，也就是我们所称的超级捐赠基金，总共管理着近 2 930亿美元的资产[1]。虽然这些超级基金数目仅占全美 785 家大学捐赠基金的 10%左右，但他们旗下的资产规模却达到所有捐赠基金资产总额的

〔1〕 由于概念相似，我们通常将“美元权重捐赠基金”（dollar-weighted endowment）称为“超级捐赠基金”（super endowment）。同样，“普通捐赠基金”（average endowment）和“等权重捐赠基金”（equal-weighted endowment）也是概念上可以互换使用的两种提法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70%以上。

表 1.1　　　　捐赠基金资产规模

捐赠基金资产规模（美元）	捐赠基金机构数量	占机构总数目比重（%）	资产价值总额（亿美元）	占机构总资产额比重（%）	每全日制学生的捐赠资产（美元）
超过 10 亿	76	9.7	293.3	71.3	149 986
5 亿～10 亿	65	8.3	45.8	11.1	45 384
1 亿～5 亿	232	29.6	54.1	13.2	27 337
5 000 万～1 亿	156	19.9	11.3	2.7	11 639
2 500 万～5 000 万	126	16.1	4.7	1.1	6 682
小于 2 500 万	130	16.6	1.9	0.5	3 011
总样本	785	100.0	411.2	100.0	56 766

资料来源：2007 年（美国）全国大专院校经营官协会（NACUBO）捐赠基金报告。

截至 2008 年底，规模最大的两家捐赠基金分别来自哈佛大学和耶鲁大学，对应的资产规模总值分别是 365 亿美元和 228 亿美元。

您可能会认为 365 亿美元真是不少钱，但别忘了全美最大的养老金基金——加州公共雇员退休系统（CalPERS）——管理的资产规模超过2 500亿美元。而最大的共同基金——先锋 500（Vanguard 500）指数基金——则管理着超过1 200亿美元的资产。此外，富达（Fidelity）投资与巴克莱国际（Barclays Global）所管理的资产规模均超过了 1.5 万亿美元。

1992 年捐赠基金的平均资产规模为 1 亿美元，今天该数值已达 5 亿美元。表 1.2 给出了截至 2007 捐赠基金财年（一般为 6 月 30 日）[1]资产规模前 20 名的捐赠基金排名。本书出版时，（美国）全国大专院校经营官协会

[1] 对英国读者的一个提醒：现在就开始向母校捐赠吧！在英国，只有剑桥和牛津两所大学位列全球最大规模捐赠基金的前 20 名，且规模都低于排名第 15 位的捐赠基金。所有其他英国大学捐赠基金的规模都在前 150 名以外。作为对捐赠基金投资办公室重要性的一个承认，耶鲁大学的大卫·斯文森目前已受聘为剑桥大学顾问，同时这两只捐赠基金都在过去一年招募了各自的第一任首席投资官。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(NACUBO)的最新排名结果尚未发布。

表 1.2　　(美国)捐赠基金资产规模 20 强

排名	所在机构	所在州	2007 年捐赠基金资产(千美元)
1	哈佛大学	马萨诸塞	34 634 906
2	耶鲁大学	康涅狄格	22 530 200
3	斯坦福大学	加利福尼亚	17 164 836
4	普林斯顿大学	新泽西	15 787 200
5	德州大学系统	得克萨斯	15 613 672
6	麻省理工学院	马萨诸塞	9 980 410
7	哥伦比亚大学	纽约	7 149 803
8	密歇根大学	密歇根	7 089 830
9	宾夕法尼亚大学	宾夕法尼亚	6 635 187
10	得克萨斯 A&M 大学系统	得克萨斯	6 590 300
11	西北大学	伊利诺伊	6 503 292
12	加州大学	加利福尼亚	6 439 436
13	芝加哥大学	伊利诺伊	6 204 189
14	圣母大学	印第安纳	5 976 973
15	杜克大学	北卡罗来纳	5 910 280
16	华盛顿大学	密苏里	5 567 843
17	埃默里大学	佐治亚	5 561 743
18	康奈尔大学	纽约	5 424 733
19	莱斯大学	得克萨斯	4 669 544
20	弗吉尼亚大学	弗吉尼亚	4 370 209

资料来源:2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。

普通捐赠基金平均每个学生拥有的资产价值约为5.7 万美元。将这个数字与超级捐赠基金每个学生的资产价值为15万美元(而私有超级捐赠基金的该数值为40万美元)相比,您可以很容易明白拥有更大规模捐赠基金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大学具备更强的竞争优势。普林斯顿大学以每学生 200 万美元的资产价值在所有本科大学中拥有最高的捐赠基金规模与学生人数比值。弗吉尼亚军事学院(Virginia Military Institute)则以每学生31.2万美元的资产价值在所有公立本科大学中占据最高位置,更令人震惊的是,洛克菲勒大学(Rockefeller University)以每学生 800 万美元的资产价值在所有研究生学校中位列榜首。

格林纳尔学院(Grinnell College),艾奥瓦州的一个小学院,现在已经募得所有人文科学类院校中第三大规模的捐赠基金,并且在每学生捐赠基金资产价值上也排名前 10 位。格林纳尔学院最应该感谢的是沃伦·巴菲特(Warren Buffett)——他是该校捐赠基金的终身受托人,并在 1976 年建议该基金以1 290万美元购买了位于俄亥俄州戴顿(Dayton, Ohio)的一家小电视台,8 年后以5 000万美元售出,这笔交易非常有效率地将捐赠基金规模翻倍。此外,格林纳尔学院的另一项睿智行动是很早就对英特尔(Intel)公司进行了投资[英特尔公司的合伙创办人罗伯特·诺伊斯(Robert Noyce)是该校校友]。

投资表现也同样重要……

现在我们已经了解到捐赠基金的确管理着大量的资产,那么它们是如何以一个整体进行投资操作的呢? 下面的表 1.3 详细列出了超级捐赠基金和普通捐赠基金(等权重平均)1～10 年期投资业绩的对比。从中我们可以看到,在过去 10 年里,超级捐赠基金获得了比小规模捐赠基金更好的投资回报,年回报率分别为 11.1%和 8.4%。表中还包含了同期美国股市(标普 500 股票指数:S&P 500)、债市(雷曼综合债券指数:Lehman Aggregate)、通货膨胀(城市消费者价格指数:CPI-U),以及大学通胀(高等教育价格指数:HEPI)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等相关指数数据。[1]

表 1.3　　不同规模捐赠基金的回报率

投资组合资产	1 年回报率	3 年回报率	5 年回报率	10 年回报率
捐赠基金数目	726	683	636	499
超级捐赠基金(%)	21.5	16.8	14.4	11.7
普通捐赠基金(%)	17.2	12.4	11.1	8.6
标普 500 股票指数(%)	20.6	11.7	10.7	7.1
雷曼综合债券指数(%)	6.1	4.0	4.5	6.0
城市消费者价格指数(%)	2.7	3.2	3.0	2.8
高等教育价格指数(%)	3.4	4.0	3.9	3.9

资料来源:2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。

超级捐赠基金不仅表现超群,而且每年都能保持这样的业绩。表 1.4 显示出自 2000 年以来,超级捐赠基金每年都能取得超越普通捐赠基金的投资表现。

表 1.4　　不同规模捐赠基金回报率(2000～2007 年)　　(单位:%)

年份	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
超级捐赠基金	21.5	15.3	13.9	17.4	4.7	−4.2	−2.7	23.8
普通捐赠基金	17.2	10.7	9.3	15.1	3.0	−6.0	−3.6	13.0

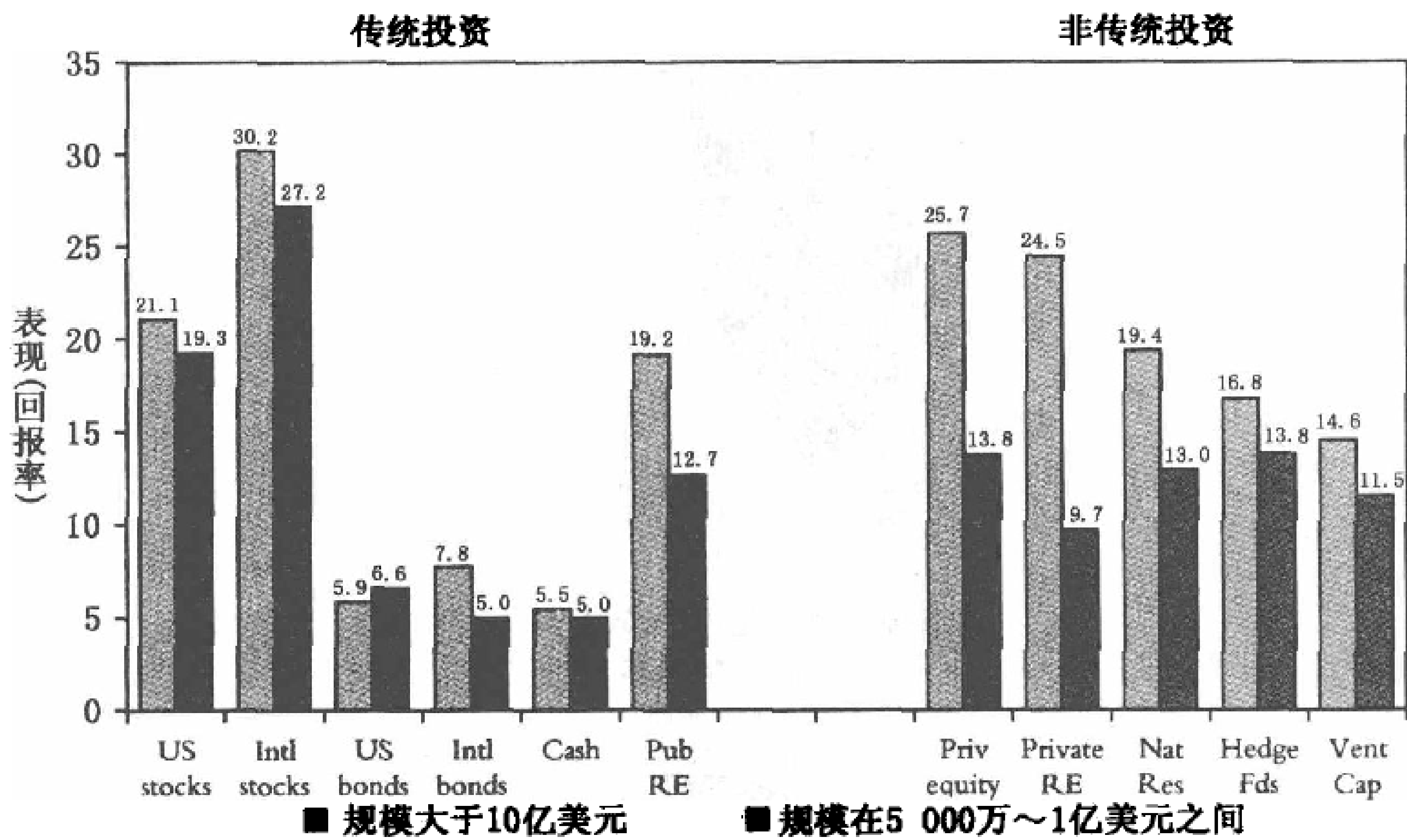
资料来源:2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。

图 1.4 显示了超级捐赠基金是如何在每个资产类别上也能产生持续超越表现的。假定大规模捐赠基金能够获得这样的优势部分由于其强劲的投资回报,那么这里可能存在某些因果关系。但是,由于大型捐赠基金是在所

[1] 城市消费者价格指数 CPI-U 是一个通胀的替代指标(其数据随季节进行调整)。HEPI 是高等教育价格指数(Higher Education Price Index)的首字母缩略词,是专门为高等教育设计的通货膨胀指数。高等教育价格指数衡量了每年美国大专院校通过(除研究费用之外的)教育与日常支出资金购买一固定篮子商品与服务时的平均相对价格水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有资产类别上每年都超越其他基金，则其中必定存在一些更深层次的原因。



资料来源：2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。

注：回报率在每个规模的投资集内进行了等权重平均处理。

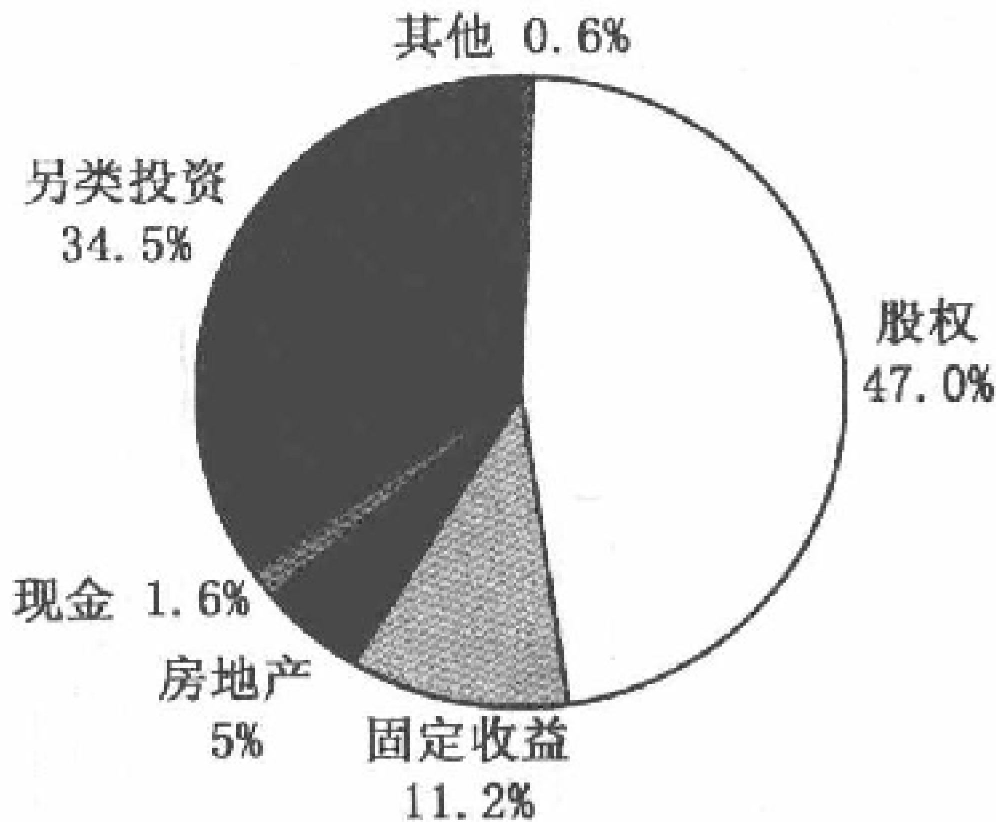
图 1.4　按资产类别和规模进行捐赠基金投资回报比较

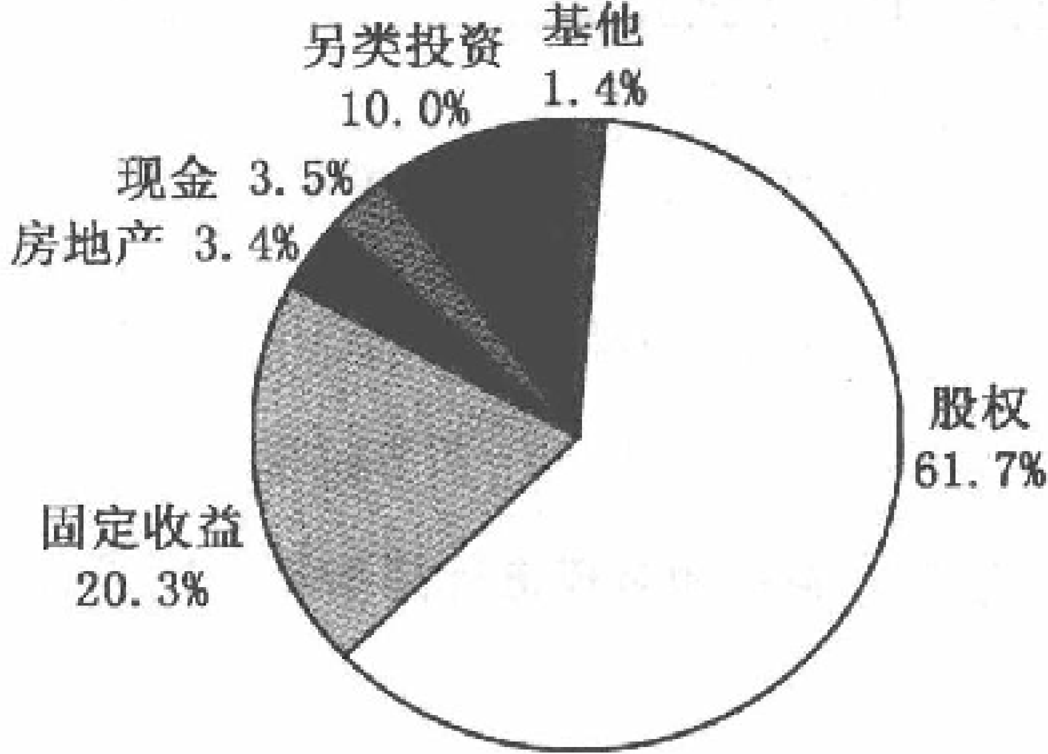
至此我们已经确认捐赠基金规模越大则业绩越好，但是为什么呢？图 1.5 展示了超级捐赠基金和普通捐赠基金的平均资产配置情况。捐赠基金的目标资产配置也称为政策投资组合(policy portfolio)。与小型捐赠基金相比，一个显著的结论是，超级捐赠基金的资产配置中具有：

- 更少的股票(股权)。
- 更少的债券(固定收益证券)。
- 更多的实物资产(不动产、森林资产以及商品)。
- 更多的另类投资(对冲基金、私募股权以及风险资本)。

很长时间以来，所有捐赠基金都在从传统资产配置方式向非传统方式转变。从表 1.5 中可以看到，捐赠基金们已经在其资产中降低了股票和债券的配置，同时提高了在实物资产和另类投资上的配置。这种转变很可能是超级捐赠基金巨大成功所带来的影响。此外，很多小型捐赠基金没有能力雇佣投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资料来源:2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。其中,商品、石油与天然气合伙制以及森林等资产都归入另类投资配置。

图 1.5 按规模进行捐赠基金资产配置比较

资员工并支付薪酬,因此将资产管理工作外包给诸如投资构造(Investure)、摩根·克里克(Morgan Creek)或者马可纳资本(Makena Capital)等投资公司是一种明智选择。

表 1.5 捐赠基金资产配置比例随时间的变化 (单位:%)

资产类别	1998 年资产配置比例	2007 年资产配置比例	配置比例变动百分比
股权	63.5	57.6	−9.3
固定收益	25.6	18.6	−27.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

资产类别	1998 年资产配置比例	2007 年资产配置比例	配置比例变动百分比
不动产	2.1	3.5	66.7
现金	4.3	3.5	—18.6
对冲基金	2.8	10.6	278.6
私募股权	0.4	2.3	475.0
风险投资	0.7	0.9	28.6
自然资源	0.2	1.6	700.0
其他	0.4	1.4	250.0

资料来源:2007 年(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)捐赠基金报告。

主动管理超越被动管理

现在我们认识到大型捐赠基金具有较好的投资表现,并且在传统投资组合上的配置较低。同时大型捐赠基金在资产管理上也较小规模捐赠基金更加主动。这里,“主动管理”一词的意思是证券选择(security selecting)以及市场投资的时间选择(market timing),而绝非买入并持有的指数化方法(buy-and-hold indexing approach)。有一篇学术论文已经证明,捐赠基金管理越主动,相应的投资业绩越好,并且他们的主动证券选择技巧——而不是资产配置——是决定与其他捐赠基金相对业绩时最重要的因素(布朗,2007)。[1]超级基金们以主动方式管理着比例高达 95%的近乎全部资产。

后面的章节中,我们要仔细审视超级捐赠基金们在主动管理投资组合时所采用的各种方法。

相对于小型捐赠基金,超级捐赠基金还具有不少其他优势:

- **定价优势(pricing advantage)**——当一家捐赠基金考虑将一大笔现金

[1] 这一发现与养老金和共同基金领域的证据相一致,它表明被动资产配置是捐赠基金长期投资回报和离散程度的最重要决定因素,但在捐赠基金群体内决定基金相对排名的却是主动资产配置管理方法[布林森、胡德和必博尔(Brinson, Hood and Beebower,1986),以及伊博森和卡普兰(Ibbotson and Kaplan,2000)]。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配置到外部基金时，此捐赠基金很可能利用其影响力在谈判中压低外部管理费用。

● **忠实校友（loyal alumni）**——许多校友始终对母校忠诚不渝。那些进入基金管理高层的校友可能会向母校捐赠基金提供优惠条款，或者在其管理的基金向普通投资者关闭时，依旧对母校捐赠基金开放。这种长期忠诚关系确保了捐赠基金“桌子边上的席位”。

● **专注雇员（dedicated staff）**——尽管他们的薪资低于捐赠基金管理人和分析师们在对冲基金业足以赚得的数额，但是超级捐赠基金的确规模大到足以雇佣那些全情投入捐赠基金管理的员工，而这是小型捐赠基金们无法企及的。

● **人际关系（relationships）**——所有超级捐赠基金都运营着历史超过数十载的专门投资部门。这么多年来，该部门积累的长期人脉和业界共识是捐赠基金获得超额收益的重要资源。

简而言之，相对于那些小规模捐赠基金对手，超级捐赠基金们具有多重优势，其中包括更高级的主动资产管理、可以获得更好的内部和外部资产管理人才、定价影响力，以及其他常见的规模优势。由于大多数常青藤联盟大学都施行着相似的政策投资组合资产配置方法，因此在后面两章中我们将以案例研究的方式重点关注其中规模最大的两家捐赠基金。

本章小结

● 捐赠基金管理的资产规模巨大并且还在不断增长。

● 相较于普通投资者捐赠基金具有数个优势：享受税收免除、具备长期投资视野，并且几乎没有投资限制。

● 规模庞大且业绩强劲的捐赠基金为所在大学提供了巨大的竞争优势，并且为学校运营预算贡献了可观的资金。

● 管理水平低下的捐赠基金有损于大学的运营与发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 那些最大规模的捐赠基金，即我们熟知的超级捐赠基金，在投资业绩上优于小型捐赠基金，并且这种优异表现年复一年地发生在所有资产类别上。

● 超级捐赠基金采用了不太传统的资产配置策略——更多配置实物资产和另类投资品，较少投资美国股票和债券。

● 超级捐赠基金充分发挥了其主动资产管理能力（市场时间选择制与证券选择）、人际关系以及定价影响力，从而投资表现可以轻松超越小规模捐赠基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章　耶鲁大学捐赠基金

有能力的人，做事。无能力的人，教书。

——H. L. 门肯(H. L. Mencken)

上述引言的作者从未听说过大卫·斯文森。斯文森 1975 年从威斯康星大学经济学专业毕业，然后师从诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾(James Tobin)，并在耶鲁大学获得经济学博士学位。现在斯文森本人也在耶鲁大学执教，并已出版了两本畅销书。一切看起来都是典型的象牙塔职业之路，不是吗?

除了早先的 22 年，斯文森一直管理着耶鲁大学捐赠基金。自他从 1985 年开始掌管该捐赠基金起，基金每年的回报率都超过了 16%。要了解该数值，可以看看在这段美国历史上最大的牛市里，标普 500 股票指数的年回报水平也只在 12%左右。

更令人印象深刻的是，斯文森完成这一壮举的同时，他所管理基金的波动率比标普 500 指数还低 33%。耶鲁大学捐赠基金在最糟糕投资年份的回报率也仅仅是－0.20%，相比之下标普 500 指数同期的表现是－17.99%。同样令人印象深刻的是，最常引用的风险调整后回报度量指标，即夏普比率，也是标普 500 的两倍以上。上述回报水平令耶鲁捐赠基金成为所有机构资金管理人中排名前 1%的佼佼者。

捐赠基金对耶鲁大学运营预算的贡献也从 1985 年占自身总收入的 10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升到目前的 33%。作为机构投资者,斯文森超越普通捐赠基金的优异表现(超过 110 亿美元并处于不断增长中)对耶鲁大学的支持远胜于其他任何资金来源或者捐赠人。那么,耶鲁大学是如何发现这名史上最佳投资组合管理人,并将自身也打造成如今这样的强势投资引擎的呢?

耶鲁大学也并非一直处于捐赠基金投资的翘楚地位。在对斯文森目前使用的投资组合管理理论、流程以及纪律进行分析前,本章先简要回顾耶鲁大学捐赠基金的发展历史。

耶鲁大学捐赠基金的历史

1701 年一群传教士创立了耶鲁大学,此后近两个世纪里,该校一直接受着康涅狄格殖民地总领馆的支持。建校同年,耶鲁捐赠基金在获得詹姆斯·费齐(James Fitch)的 637 公顷土地捐赠后成立,自此耶鲁大学就不断收到各种来源的包括财产、书籍以及原材料等各类捐赠和资金,1718 年为确保其冠名权,耶鲁大学甚至接受了伊利胡·耶鲁(Elihu Yale)的 9 大捆货物捐赠。在耶鲁捐赠基金成立的第一个百年里,绝大多数捐赠都是零散的货物、财产和土地。

1800 年早期,两名受托人和耶鲁大学财务主管共同创立了纽黑文老鹰银行(Eagle Bank of New Haven)。除了他们的个人资金外,这些人将绝大多数学校捐赠基金都投资到了这家新银行的股票之中(想想看这里面存在的权益冲突吧)。到 1825 年,这家银行破产,超过 90%的捐赠基金资金付诸东流。为应对这一困境,耶鲁大学于 1931 年发起了该校捐赠基金历史上的第一次筹资活动,本次活动共募得 10 万美元,并确保该基金可以长久存在下去。

18 世纪余下的年份里,耶鲁捐赠基金的投资组合主要集中在债券上。1856 年,债券投资占到该捐赠基金投资组合的 71%,而房地产和股票投资分别占 16%和 13%。截至 1900 年,耶鲁捐赠基金总规模达到 530 万美元,其投资组合中债券占 61%,房地产占 22%,股票投资占 13%。与 20 世纪 20 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代的股权投资升温步调一致的是，截至 1929 年，耶鲁捐赠基金投资组合中有 42%的资金配置到了股票市场，而随后股票市场崩盘所带来的损失则迫使该基金在此后的 30 年里一直将资产的 2/3 都配置在债券上。[1]

从 1952 年开始，随着一系列重大事件的发生，捐赠基金管理方法也完成了重大转型。首先，哈里·马科维茨(Harry Markowitz)的开创性论文“投资组合选择”解释了投资组合多样化(portfolio diversification)的好处。除了帮助马科维茨赢得一份诺贝尔经济学奖外，(基于上述论文思想的)当代投资理论也使得资产管理者们可以利用数学方法，定量分析不将所有鸡蛋放到一个篮子里时可以产生的利益。

上述论文之后出现的福特基金会(Ford Foundation)年度报告，则一直强调投资组合管理理论需要额外的调整。福特基金会负责人，麦克乔治·邦迪(McGeorge Bundy)便宣称，无须过分谨小慎微，而应该更多关注资金的整体回报——不应单纯依赖债券收入作为基金或者捐赠基金的回报基础。1971 年，福特基金会投资 280 万美元并催生了非营利的共同资产(Commonfund)公司，以便通过它来进行专业化筹资并管理旗下的捐赠基金资产。(目前共同资产公司拥有超过1 500家的机构客户并管理着 350 亿美元以上的资产。)最终，1972 年出台的《统一机构基金管理法案》(Uniform Management of Institutional Funds Act)更深入地解释了机构应如何将整体回报作为要旨并贯彻至投资实践之中。

这些事件帮助捐赠基金资产管理转向更优的资产配置，但在过渡阶段，也只是使得基金将更多资产配置到了美国股票市场。耶鲁捐赠基金也不例外，并且随着另一波更大规模的股市上涨，耶鲁捐赠基金受托人再一次单方

---

[1] 并非所有人都遭到了这次股市崩盘的重创。迪恩·马修(Dean Mathey)在 20 世纪 20 年代末期是普林斯顿大学投资委员会的主席，当时他意识到自己完全处在一个过度投机的氛围之中，于是将其管理的资产抽离股市并投资于债券。这次转移虽然时间上有一年左右的偏差，可是一旦 1929 年崩溃袭来，该校捐赠基金即免遭了超过 80%的损失。为了又一次机会，马修在等待 14 年后将其管理资产的 80%重新配置到股票上。此时，有人斥责他对捐赠基金投资管理过于草率(要知道，那时所有人都相信债券是捐赠基金投资的唯一保守选择)，马修则回应道：“对保守主义的唯一真实测试是要在未来正确。”说得好，先生！(诺尔顿，1987。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面决定提高在股票上的资产配置比重，这与他们在 1929 年股市崩盘时的所作所为如出一辙。这些受托人将资产管理外包给一家他们成立的名为捐赠基金管理与研究公司(Endowment Management and Research Corporation: EM&R)的私人公司，该公司由耶鲁大学和上述资产管理者共同所有。此后，捐赠基金管理与研究公司也取得了管理外部资金的权力[这一做法类似于马克·尤斯科(Mark Yusko)[1]在北卡罗来纳大学时尝试的混合模式]。虽然对股权资产的关注长期来看是有利的，但在 1973～1974 年熊市且美国股票市场惨遭 40%重挫时，选择立即进入股市的投资决策的确是糟糕得不能再糟糕的举动。

对耶鲁捐赠基金来说，20 世纪 60～70 年代是灾难性的一段时间，由于滞涨股市和不断推升通胀的双重作用，该捐赠基金的通胀后真实市场价值遭遇了严重下滑。在股权上不断增高的资产配置，特别是在成长型公司股票上的配置，将该捐赠基金的通胀调整后价值严重拉低了 50%并致其表现显著低于受托人目标。使用后视镜开车的办法会导致糟糕的投资决策；在稍后章节里，我们将审视那些导致耶鲁捐赠基金受托人在错误时间作出不幸投资决策的行为偏见，并探讨您应如何在个人投资组合中避免这些行为。

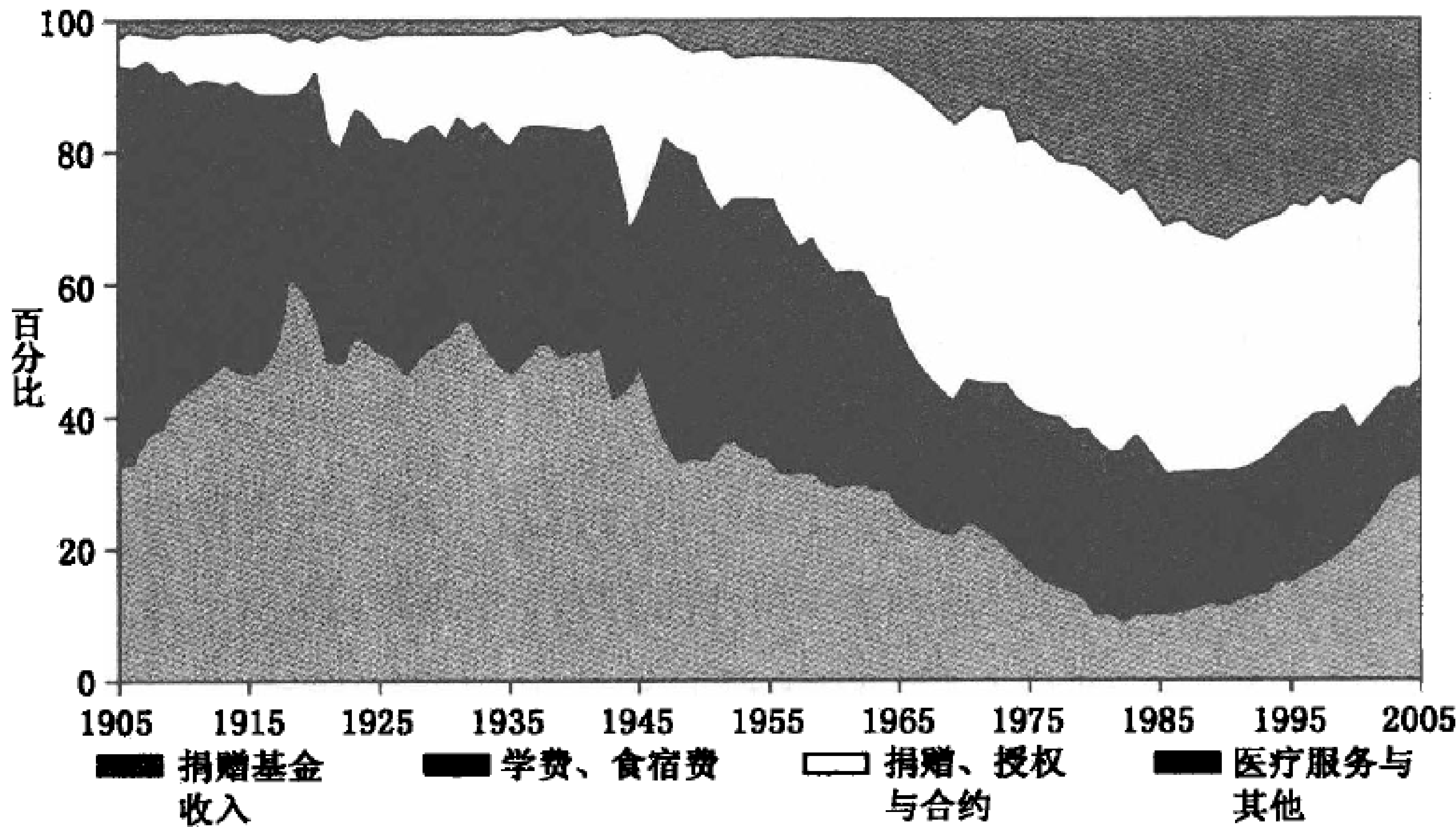
图 2.1 显示了表现疲弱的捐赠基金在大学整体收入上不断缩减贡献的影响。曾经为大学提供近 50%收益的耶鲁捐赠基金在 20 世纪 60～70 年代只为大学运营预算增添了微薄的收入。

直到 1982 年，捐赠基金的业绩仍然低于目标购买力目标。耶鲁大学终于决定终止与捐赠基金管理与研究公司(EM&R)的关系，并将其投资组合逐渐转向传统的证券/债券比重为 60%/40%的传统配置上来。到 1985 年大卫·斯文森加入时，耶鲁捐赠基金的资产配置状况如表 2.1 所示，其中 62%的资产配置在美国股票上，6%为外国公司股票，10%为债券，9%则配置于房

[1] 马克·尤斯科曾经管理北卡罗来纳大学捐赠基金。他尝试使用混合投资组合模型，但由于遭到北卡校方的掣肘，便离开该捐赠基金并创建了自己的摩根·克里克公司。在《对冲基金猎手》与《基金与捐赠基金投资》两本书中有非常精彩的有关尤斯科的访谈内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产。[1] 随着所有金融资产牛市的来临,加上下降的通胀率(以及斯文森的加盟),这些都推动着耶鲁捐赠基金资产总值达到当前目标购买力的近三倍水平。



资料来源:2005 年耶鲁大学捐赠基金报告。

图 2.1 捐赠基金对耶鲁大学收入的贡献

表 2.1 耶鲁大学捐赠基金资产配置目标 (单位:%)

年份	1985	1990	1995	2000	2005
美国股票	61.6	48.0	21.8	14.2	14.1
外国股票	6.3	15.2	12.5	9.0	13.7
债券	10.3	21.2	12.2	9.4	3.8
现金	10.1	0.9	1.8	8.1	1.9
房地产	8.5	8.0	13.5	14.9	25.0
私有权益	3.2	6.7	17.2	25.0	14.8
绝对回报率	0.0	0.0	24.0	19.5	25.7

资料来源:2005 年耶鲁大学捐赠基金报告。其中 1998 年以前,石油与天然气以及森林投资都纳入私有权益之中,此后则归入房地产。

---

〔1〕 绝对回报率(absolute return)是斯文森创造的一个术语,在本书中我们将其与对冲基金领域的相关用法互换使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到 20 世纪 90 年代早期，斯文森憧憬的资产配置组合，也就是他称为"略显不适的个性化投资组合"，并未稳固地植根于耶鲁捐赠基金的资产管理之中。在斯文森的领导下，耶鲁大学捐赠基金的资产配置发生了巨大的变化，接下来我们去了解一下他是如何改变耶鲁大学的历史轨迹的。[1]

大卫·斯文森的攀登之路

大卫·斯文森 1975 年毕业于威斯康星大学并获得经济学学位。之后进入耶鲁大学并在传奇人物、诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾(James Tobin)指导下获得博士学位(他的博士论文主要就是研究以导师名字命名的"托宾的 Q")。博士毕业后，大卫·斯文森在所罗门兄弟公司(Solomon Brothers)连续工作了 3 年，其间他主持完成了历史上第一单由国际商用机器公司(IBM)与世界银行(World Bank)达成的金融互换交易。

短暂就职于雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)后，斯文森获得了托宾向其提供的管理耶鲁大学投资办公室(Yale Investment Office：YIO)的工作职位，对于这样的推荐，斯文森最令人难忘的回答是："我对投资组合管理一无所知啊"。托宾则回应道，"没关系嘛。我们一直觉得你是个聪明的家伙，而且耶鲁大学也需要你"(《资本理念进化》)。

斯文森同意将其在耶鲁捐赠基金工作的薪酬缩减 80%，而今天他的年收入也仅仅刚超过 100 万美元，如果他就职于私有部门的任何一家对冲基金或者基金的基金公司，其收入可能是此收入的数倍以上。

显然，存在着比华尔街提供的巨额工资单更具意义的东西在激励着斯文森。"我在华尔街工作时的确很棒，但那些经历无法让我的灵魂感到满足，"他说，"况且我也一直偏爱教育机构。我父亲是大学教授，我祖父也是大学教

[1] 斯文森对迪恩·高桥(Dean Takahashi)在耶鲁捐赠基金管理中作出的贡献给予了高度赞誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

授。我们家族基因中一定有某些东西与大学有缘"[美国国家共同电台(NPR),《众虑周详》]。

斯文森是如何构建这种与当今普遍接受的资产配置方法相去甚远的投资组合的呢?

耶鲁捐赠基金是建立在学术理论之上的——名义上是一种称为均值方差分析的框架。该技术最初由哈里·马科维茨为应和斯文森的导师托宾而创建,但最终帮助马科维茨赢得了1990年的诺贝尔经济学奖。该理论可以归结为"不要将所有鸡蛋放在一个篮子里",或者换句话说,多样化(分散)你的工作。可以将一组风险资产(股票、房地产、商品)放在一起,这个合并后的投资组合比单个部分的风险要小。在其学术论文和专著《资产配置》中,罗杰·吉布森(Roger Gibson)提供了一些非常不错的关于多资产类别投资(multiasset-class investing)的例子,我们将在第4章就此命题进行更详细的讨论。

均值方差分析法使用各种资产类别的预期回报,预期风险(波动率,或者说资产变动大小),以及预期相关性来寻找在给定风险水平下具有最高回报的投资组合(或者说在给定回报下具有最低风险的资产组合)。如果相关性为+1.0,说明两类资产完全正相关(即它们会同向变动);如果为-1.0,则说明它们之间完全负相关(它们相互之间反向变动)。

初学者可以理解的均值方差概念

从未听说过均值方差概念的读者也无须气馁。我们试着用下面的方法来理解它。假定您打算自己动手烤制巧克力豆小甜饼(您的投资组合)。您需要的配料包括黄油、面粉、巧克力豆、鸡蛋、烘焙苏打以及白糖(您可选择投资的各种资产类别)。将这些材料混合起来的方法多种多样,而最终如何调配则取决于您的个人口味(风险与回报偏好)。如果厨师高血糖,则他可能制作无糖的小甜饼(不配置高科技股票)。有些人不喜欢过多的巧克力豆,那么他们做出来的配料组合就和其他喜欢多些巧克力豆的不同。虽然存在着许多种不同的配料组合(资产组合),但多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下对于每个人只有一个最有效的配方。如果您打算彻底不使用某个配料，那么做出来的东西一定不是最好的。如果您把所有制作小甜饼的面粉都吃光了（花光您所有的现金），则您将无法和心爱的人一起分享小甜饼带来的美味。

图 2.2 是显示多种资产类别和称为效率边界[1]的曲线的简单图表。位于该曲线上的投资组合能在给定风险水平下带来最高回报（反之亦然）。

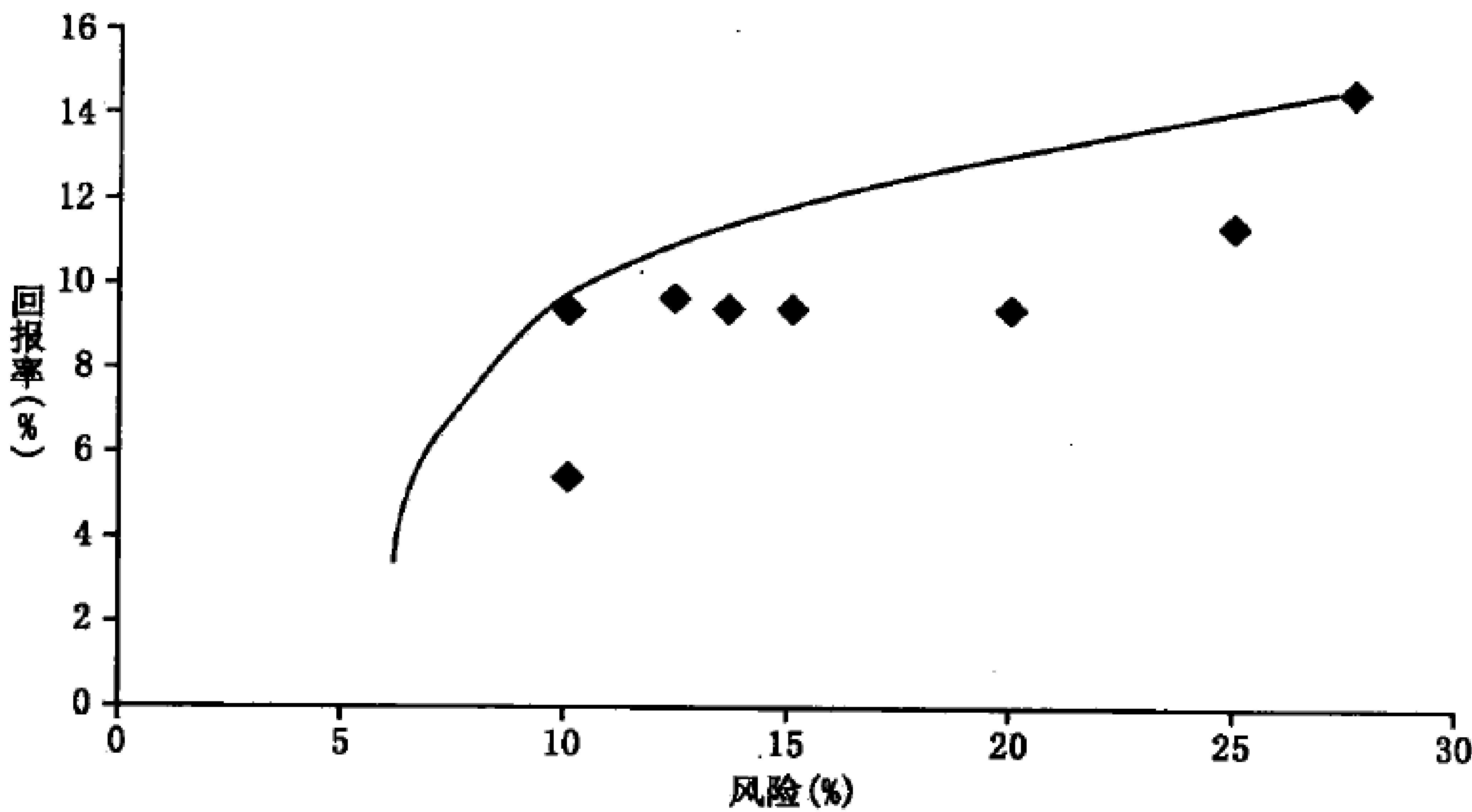


图 2.2　效率边界

使用上述理论框架，很容易导致与现有投资组合相关性不高（或者负相关）的资产被高估，比如房地产和对冲基金。[2] 均值方差分析的一个问题是，该方法依赖于输入的数据，从而简单地将历史市场回报当成事实。均值方差最优化方法即能给出有关过去的最佳资产配置。但是，我们关注的却是

〔1〕 如果您想深入了解该领域，可以通过谷歌引擎搜索“风险平价”（risk parity）以获得桥水公司（Bridgewater）和泛集公司（PanAgora）的有关文章（本书网站 www.theivyportfolio.com 也提供了链接）。

〔2〕 将实物资产贴上另类资产类别的标签的确有点没道理。人类买卖土地和商品的历史要远远超过交易 IBM 公司股份的时间。对冲基金也不是一种独立的资产类别，而仅仅是对现存资产类别进行交易的资金。第 4 章和第 6 章对此有更多的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何实现未来的最佳配置。

例如,《整体回报率全球金融数据指引》一书就提供了很有趣味的有关市场历史的简介。在综观 19 世纪资本资产回报率的历史数据之后,布莱恩·泰勒(Bryan Taylor)博士总结了以下发现:

● 多数人投资于债券,而非股票。

● 实际上一名股票投资者的所有回报都是以股息而非资本利得的形式获得的。

● 股票与债券的投资回报水平差异甚微。

● 由于政府不发行国库券并且储蓄也未获联邦担保,因此对投资者而言不存在"无风险"投资。

● 随着投资风险和通胀水平的不断下降,整个世纪以来债券与股息收益都在下滑。

● 尽管 1815～1914 年间的某个特定年份里价格水平或涨或跌,但在美国以及绝大多数使用黄金标准的国家,全面通胀并未出现。

泰勒对此评述道:"有关这些结论有意思的地方是,尽管它们在 1914 年之前看上去是理所当然的,但在 20 世纪没有一条假设被证明是正确的。到 20 世纪末期,绝大多数投资者投资于股票而非债券,收益依赖于资本利得而非红利,从股票上获得超过债券的高额溢价,可以选择无风险的投资替代品,当然也目睹了贯穿整个 20 世纪的利率上涨,同时也遭遇了人类历史上最糟糕的通货膨胀。"

20 世纪初期执行一项均值方差优化所得出的结果,可能与 21 世纪初期完成一项同样工作所得结论大相径庭。今天您当作事实使用的假设(股票表现超过债券,小盘股业绩优于大盘股,等等),在未来可能会被证实并不可靠。

股票收益率 10%可以持续吗? 未来 50 年商品价格的波动会如何? 私募股权是否能等到公开化的一天? 外国股票与本土股票之间的关联度能否更高? 正如尼尔斯·波尔(Niels Bohr)所言:"预测非常困难,尤其是对未来进行预测。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2　　年度整体回报率之间的相关性(1973～2008 年)

	美国股票	外国股票	美国债券	商品	房地产
美国股票	1.00	0.66	0.15	−0.09	0.59
外国股票	0.66	1.00	−0.04	−0.01	0.38
美国债券	0.15	−0.04	1.00	−0.21	0.08
商品	−0.09	−0.01	−0.21	1.00	−0.17
房地产	0.59	0.38	0.08	−0.17	1.00
平均值	0.33	0.25	−0.01	−0.12	0.22

资料来源:美国股票——标普 500 股票指数;外国股票——摩根士丹利—欧澳远东股票指数(MSCI EAFE);商品——高盛商品指数(GSCI);房地产——房地产投资信托(REITs);美国债券——10 年期美国国库券。

对预期回报和预期波动率进行预测是困难的,而预测相关性的难度更高。将无处不在的具有相关性的资产合并起来,并不能给您的投资组合带来丝毫益处。处理这一过程最佳的方法是将长期具有低相关性的资产组合起来以降低风险。[1] 表 2.2 显示,长期来看与传统资产类别相关性最低的是商品。

虽然这个表格看起来好用,但由于相关性随着市场环境改变而变化,因此上述投资组合过程也变得困难起来。

雷伊・达里奥(Ray Dalio)是资产规模达 1 500 亿美元的对冲基金集团桥水联合基金公司(Bridgewater Associates)的创始人,在《愿景 2020》一书中这样表达他的观点:"我们不臆断稳定的相关性,我们会回顾一系列历史相关性,以便对基于不同相关性假设的投资组合进行压力测试,我们所构建的投资组合不具有任何无意识的因果关系,以便更适应某种而非其他类型的经济

[1] 想了解更多有关这一主题的信息吗?请参阅《精通资产配置艺术》,该著作中有 174 页内容都是针对资产类别相关性的。威廉・库克(William Coaker)也撰有两篇名为"相关性波动率"和"重视低相关性资产"的系列文章,其中提供了包含大量资产类别及其相关性分布的不错表格。上述文章以及其他相关文章的链接可在 www.theivyportfolio.com 获得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境。"

作为相关性能够(且正在)变化的例子,图 2.3 描绘了 1903 年以来股票与债券的 3 年期滚动相关性。(这个指标度量了股票与债券之间的相关性,仅使用过去 3 年的月度回报数据进行每月更新。)平均来看,股票与债券之间以 0.15 的水平保持不高的相关性,但相关性的变化范围却为－0.61～0.62(且一年期滚动相关性指数的变化范围为－0.85～0.86)。

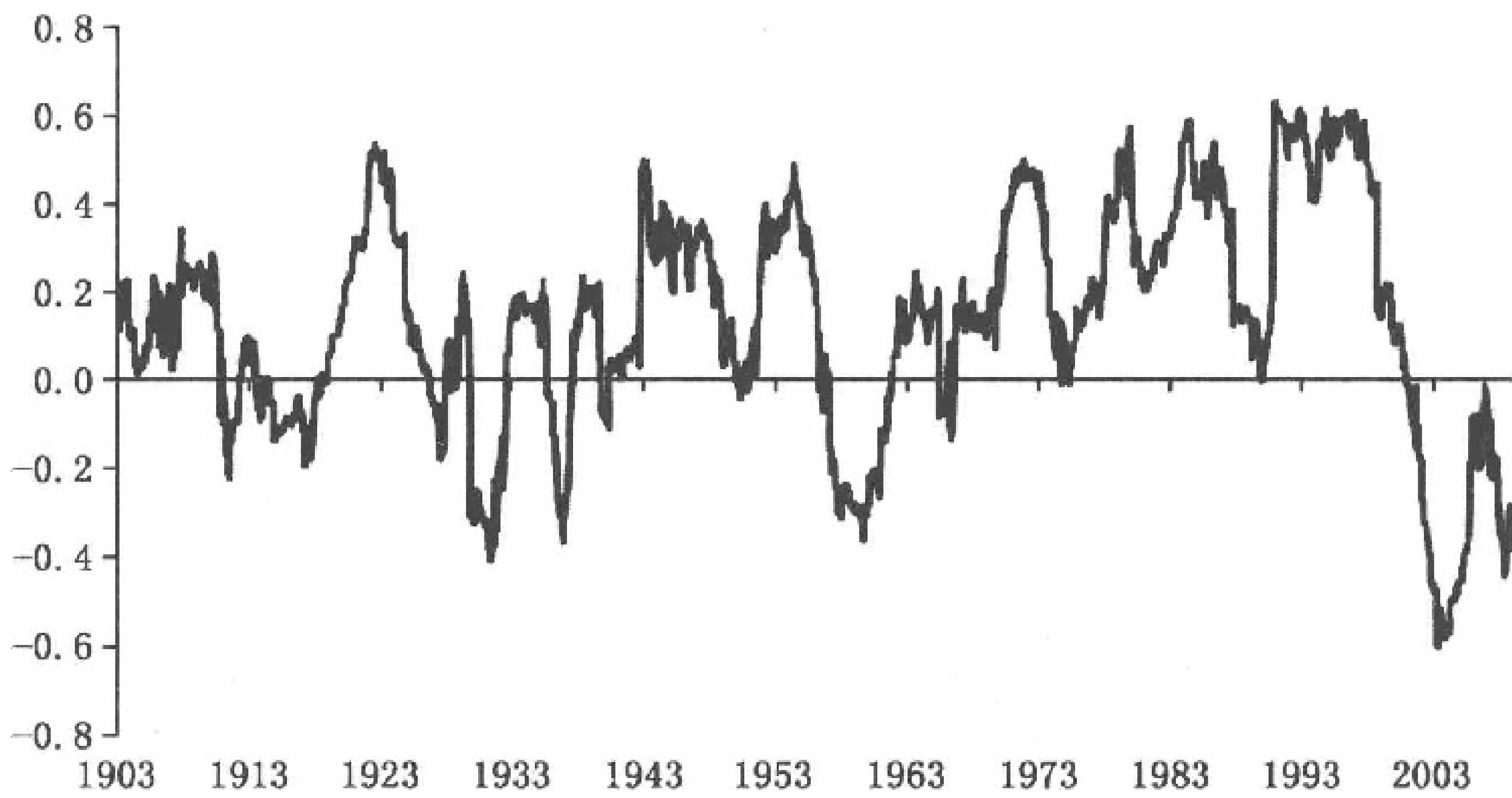


图 2.3　标普 500 股票指数与 10 年期美国政府债券的 3 年期滚动相关性(1903～2008 年)

表 2.3 给出了主要资产类别与美国股票之间的一年期滚动相关性。平均来看,美国股票市场只是部分地与外国股票市场以及房地产投资信托(REITs)相关,与美国政府债券及商品的相关性更低。但是,从任何 12 个月周期来看,上述回报率几乎相同。上述差异是因为即便某些资产类别整体来看相互之间负相关,但短期它们可能具有近乎相同的走势。对于极端长期,这一现象似乎并无大碍,但对于试图预测自己未来 1～10 年投资状况的个人投资者而言,该现象则具有重要的投资寓意。短期内任何事情都可能发生,这已经由 2008 年近乎所有资产类别都遭遇下跌所证实。这也是为什么风险管理至关重要的原因之一——更多的讨论参见第 7 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.3　　一年期滚动相关性(1973～2008 年)

	与标普 500 股票指数的相关性		
	平均值	最大值	最小值
外国股票	0.54	0.96	−0.41
美国债券	0.20	0.86	−0.85
商品	0.01	0.95	−0.79
房地产	0.55	0.97	−0.30

资料来源:美国股票——标普 500 股票指数;外国股票——摩根士丹利—欧澳远东股票指数(MSCI EAFE);商品——高盛商品指数(GSCI);房地产——房地产投资信托(REITs);美国债券——10 年期美国国库券。

相关性可以视为一种趋势,而不是绝对值,并且相关性也不是投资者应该计较的对象。华尔街有一条著名的谚语:经济动荡时,所有相关性都变成 1(意思是说,如果真的发生危机,所有事情都会往下走)。

耶鲁捐赠基金也使用了一种称为蒙特卡洛仿真(Monte Carlo simulation)的技巧,该方法对投资组合在成千上万种不同情势下的表现进行了压力测试以获得各种可能的结果。蒙特卡洛仿真能够对最可能出现的投资效果进行洞察,也能对最好情况和最坏情况出现的机会进行测度。(蒙特卡洛这个称谓是美国物理研究人员在 20 世纪 40 年代为表达赌局的重复性本质以及可能结果的随机性而创造的一个术语。)

另一种对相关性进行压力测试的方法是在股票表现最糟糕的月份观察它们的回报率。表 2.4 给出了自 1972 年以来,10 个最差月份的股市表现以及同期其他资产类别的回报率。

该表显示外国股市以及房地产投资信托的表现对缓冲美国股市损失没有作用。在股市赢弱的这些月份里只有债券市场表现强劲,并且这一现象几乎一直存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.4 股市表现最差的 10 个月份里各资产类别的平均表现(1973～2008 年)

(单位:%)

	平均值	正值
标普 500 股票指数	−12.28	0
外国股市	−12.11	0
美国债券	1.94	90
商品	−2.24	50
房地产	−9.05	10

资料来源:美国股票——标普 500 股票指数;外国股票——摩根士丹利—欧澳远东股票指数(MSCI EAFE);商品——高盛商品指数(GSCI);房地产——房地产投资信托(REITs);美国债券——10 年期美国国库券。

这些数学技巧在扩展投资视野上是有用的,但是也存在其他问题,比如导致市场结构变化、模型流动性以及稀有低概率事件(这已由 2007 年发生的整体/基于流动性的量化股权对冲基金的崩溃所证实)。对此,2007 年耶鲁大学捐赠基金报告提到,“投资管理所牵涉的艺术内容与科学技巧同样多”。

上述方法,加上一点点常识和经验,从 2007 年开始便将耶鲁捐赠基金引领至当前的政策投资组合上来。而政策投资组合也就是该捐赠基金整年的目标投资组合。参见表 2.5。(本章稍后将提供一份更详细的政策投资组合的表格;此处我们使用简化表格,只是为了方便比较耶鲁捐赠基金和普通捐赠基金。)

耶鲁捐赠基金并未公布其在实物资产上的具体投资状况。我们只是假定房地产和商品投资上有平均的分割,但是现实之中,耶鲁大学在森林资产、石油与天然气合伙制、房地产投资以及其他实物资产上都有很多样化的资产配置。

相对于普通捐赠基金,耶鲁捐赠基金具有以下特征:

- 较少的股票敞口;
- 更低的债券敞口;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 更多的房地产、商品、私募股权以及对冲基金配置。

表 2.5　　耶鲁捐赠基金政策投资组合(2007 年)　　(单位:%)

	耶鲁捐赠基金	普通捐赠基金
股票	26.0	57.6
债券	4.0	18.6
房地产	14.0	3.5
商品	14.0	1.6
私募股权	19.0	3.2
对冲基金	23.0	10.6
现金	0.0	3.5
其他	0.0	1.4
总资产	100.0	100.0

资料来源:2007 年耶鲁大学捐赠基金报告。

由于这一投资组合方式实现了高回报率,因此捐赠基金也倾向于股权以及股权类资产类别,这些资产占到整个捐赠基金资产配置的 96%。由于其回报易遭到通胀的侵蚀,所以债券在耶鲁捐赠基金投资组合中仅仅作为通缩的一个对冲工具而存在。因为存在潜在高收益和多样化的好处,耶鲁捐赠基金在实物资产和非传统资产类别上进行了大量配置。该基金所秉持的长期投资视野(永久)适于挖掘诸如风险投资、杠杆收购、石油与天然气、森林以及房地产等欠流动和低效的市场。

该目标组合预期产生 6.3%的通胀调整后回报率,同时保持风险水平(波动率)为 12.4%。2007 年耶鲁捐赠基金报告关于通货膨胀的表述是,他们的通胀度量是“基于一篮子专门用于高等教育的商品和服务(价格)的,并且一般会超过消费者价格指数(CPI)近一个百分点”。共同基金公司(Commonfund),这家专业从事高等院校捐赠基金管理的非营利机构,则跟踪了一个称为高等教育价格指数(HEPI)的通胀指数。该指数 2007 年的最终数据为 3.4%,高于(美国)消费者价格指数 2.6%将近 1 个百分点。

将此高等教育价格指数(HEPI)的通胀率(3.4%)加回到上述耶鲁捐赠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的目标回报率(6.3%)上，则预期回报率目标为9.7%，波动率为12.4%，参见表2.6。

在耶鲁捐赠基金将该表格作为其略微保胜的回报目标而努力拼搏的时候，它也尝试着使用主动管理来尽可能超越这份资产配置的预期业绩。

表2.6　　耶鲁捐赠基金的预期回报率和风险水平　　(单位:%)

耶鲁预期回报和风险	通胀调整后目标回报率	通胀调整前目标回报率	目标风险
美国股票	6.0	9.4	20.0
外国发达国家股票	6.0	9.4	20.0
外国新兴经济国家股票	8.0	11.4	25.0
债券	2.0	5.4	10.0
实物资产	6.0	9.4	13.6
绝对回报率(事件驱动)	6.0	9.4	10.0
绝对回报率(价值驱动)	6.0	9.4	15.0
私募股权	11.2	14.6	27.7
投资组合整体	6.3	9.7	12.4

资料来源:2007年耶鲁大学捐赠基金报告。

关于阿尔法值和贝塔值

能带来回报的投资大多隐藏在黑暗的角落里，而不是在泛光灯的光鲜照射之下。

——2005年耶鲁大学年度报告

金融学教授们偏爱使用行话。他们喜欢将基准指数和资产类别称为贝塔。[1] 所有这些都意味着投资人购买某物并在持有系统性风险的情况下获

[1] 这是对单词贝塔的一个更新的解释。根据马科维茨的经典定义，贝塔值度量了某个证券回报率相对于市场投资组合的敏感度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得收益。像股票这样的资产类别较之现金(长期来看)具有更高的预期收益,其中只有一个简单的原因:因为股票的风险更大。从更长期的角度来看,高风险资产能比低风险资产带来更高回报,但这种高度并不是很大,或者这些风险资产会吸引大量资金涌入,从而推高其价格并降低未来收益。

如果可以简单描述并便于对其投资,则任何资产类别或者指数均可视为贝塔值。标普 500 股票指数即为美国股票市场的一个简单贝塔值的例子。任何人都可以复制该指数,并且投资于该指数的费用将相当低廉。高盛商品指数(GSCI)则是商品贝塔值的一个例子。

如果某个战略可以视为贝塔值,则其费用将不会很高昂[试想下先锋基金公司(Vanguard Funds)和交易型开放式指数基金(ETFs),它们的交易成本都低于每年 0.5%],且其易于复制(试想下市场有10 000家共同基金)并易于理解。AQR 资本管理公司创始人克里福德·阿斯内斯(Clifford Asness)曾将贝塔值定义为“任何可以记录的战略”(艾佐雷克,2006)。

接着我们讨论阿尔法值。阿尔法值是通过主动管理方式由投资组合经理人增加的价值(经常针对某个基准指数,或者贝塔值来度量其大小)。试想下由沃伦·巴菲特增加的基于投资技巧的回报率和标普 500 指数的区别,或者太平洋投资管理公司(PIMCO)的比尔·格罗斯(Bill Gross)的回报水平与雷曼综合债券指数的区别。一名基金经理可以创造正的阿尔法值(好的投资选择)或者负的阿尔法值(坏的投资选择)。阿尔法值是一个零和博弈,意味着在某人获利时一定有另一人在亏损。(实际上当计入交易佣金和滑价损失后是一个负和博弈。)同时,阿尔法值不易发现且处于不断变化之中。因此,投资人愿意为这个稀有且难以把握的阿尔法值支付高额费用。发现阿尔法值需要对投资组合进行主动管理。

有时很难从基于投资技巧的阿尔法值中区分出某些简单的贝塔因子。早先已经商品化为系统贝塔因子的阿尔法来源包括价值对增长比较、可转换对冲策略,以及有管理期货策略。投资人不应该向那些简单复制廉价贝塔值来源的基金经理人支付高额费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁大学的目标政策投资组合是一个由各种市场贝塔值构成的被动式的、指数化投资组合回报的例子(难以指数化的另类资产是一个例外)。指数化可以确保投资者获得市场回报水平,却无法提供超越市场表现的机会。然而,耶鲁捐赠基金不是一个普通的投资组合。

耶鲁捐赠基金采用了主动管理技巧,并专注那些能为主动管理带来最大价值增值的领域,也就是那些具有最低市场效率的领域。(在这个象牙塔里,从来没听说过存在完全效率的市场。)正如在表 2.7 和表 2.8[1] 中可以看到的,具有最大回报离散度的资产类别正是耶鲁捐赠基金主动管理中关注最多的领域。

表 2.7　主动管理回报率的离散度(按四分位给出的资产回报,截至 2005 年 6 月 30 日的 10 年)　(单位:%)

资产类别	第一个四分位	中位	第三个四分位	离散区间
美国债券	7.2	6.9	6.7	0.5
美国大盘股	11.3	10.4	9.4	2.0
美国小盘股	15.3	13.2	10.5	4.7
国际股票	9.7	8.2	5.7	4.0
绝对回报率	15.6	12.5	8.5	7.1
房地产	17.6	12.0	8.4	9.3
杠杆收购	13.3	8.0	−0.4	13.7
风险资本	28.7	−1.4	−14.5	43.2

资料来源:2005 年耶鲁大学捐赠基金报告。

债券回报的微幅波动范围表明,它是世界上最有效率的市场之一。纵览市场效率表会发现,资产管理人的最佳工作内容是在回报丰厚的私募股权领域寻找顶级基金经理。在固定收益证券领域,发现一名顶级基金经理每年只能带来高于中值基金 0.3%的超额收益,但是遴选一名顶级风险投资经理每

[1] 四分位是一个统计学术语,它将数据集分为四个部分,如此每个部分即可代表总体数据的 25%。最高四分位则表示数据集合中处于最高的 25%位置的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.8　　耶鲁捐赠基金与各种基准指数的表现比较　　(单位:%)

	回报率	耶鲁超越基准的幅度
美国股票	13.50	5.80
外国股票	16.90	6.80
债券	6.40	0.60
实物资产	21.50	11.50
私募股权	33.90	19.20
绝对回报率	13.10	2.50

资料来源:2007 年耶鲁大学捐赠基金报告。

年则能创造高于中间水平基金 30%的超额收益！在《创领投资组合管理》一书中,斯文森写道:

资产定价效率与主动管理的恰当程度之间存在着反向关系。被动管理策略适合于高度效率的市场,比如美国国债,在此领域市场回报水平驱动着投资结果,而主动管理对于增加回报率几无贡献。主动管理策略因此适合于低效市场,比如私募股权,此类市场中市场回报水平对最终投资结果贡献甚微,相反投资选择才是回报的根本来源。

表 2.8 是对前面理论探讨的一个良好反映。在过去 10 年里,耶鲁捐赠基金正是通过在私募股权和实物资产上的投资,才实现了其绝对超越表现的主要部分。

这的确是令人振奋的超额回报！[事实上,甚至哈佛商学院的乔希·勒纳(Josh Lerner)和杰伊·莱特(Jay Light)教授也以"耶鲁大学投资办公室"(Yale University Investment Office)为题,对耶鲁捐赠基金进行每两三年更新一次的专门案例分析。]与前文的观察一致,耶鲁捐赠基金在最低效资产类别上实现了绝大部分超额回报。或许某一天耶鲁也会成为自己成功的受害者,因为越来越多的机构开始跟随"耶鲁模式"。当更多资金开始涌入时,这些曾经低效的资产类别也会变得更有效率。实物资产和私募股权领域中曾经唾手可得的低垂果实也将消失。《2020 愿景》一书曾如此引述高盛公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Goldman Sachs)鲍勃・利特曼(Bob Litterman)的话:"我并不担心市场是充分有效的——至少目前如此。但市场的确是一直在变得越来越有效,而且速度非常快。世界变得越来越量化,现在已经没有什么秘密的东西了。阿尔法值处于一种供应有限的状况,而且很难找到。"

勾勒耶鲁投资流程

本节我们详细介绍耶鲁捐赠基金如何投资于各个资产类别。表 2.9 显示了耶鲁捐赠基金在 8 种资产类别上的资产配置状况。耶鲁在维持其政策投资组合目标上非常勤勉,并且当其资产配置头寸偏离预期目标时,便频繁地进行再平衡。

表 2.9　　2007 年耶鲁捐赠基金政策投资组合　　(单位:%)

	耶鲁捐赠基金
美国股票	11
外国发达国家股票	6
外国新兴经济国家股票	9
本国债券	4
房地产	14
商品	14
私募股权	19
对冲基金	23
现金	0
总和	100

资料来源:2007 年耶鲁大学捐赠基金报告。

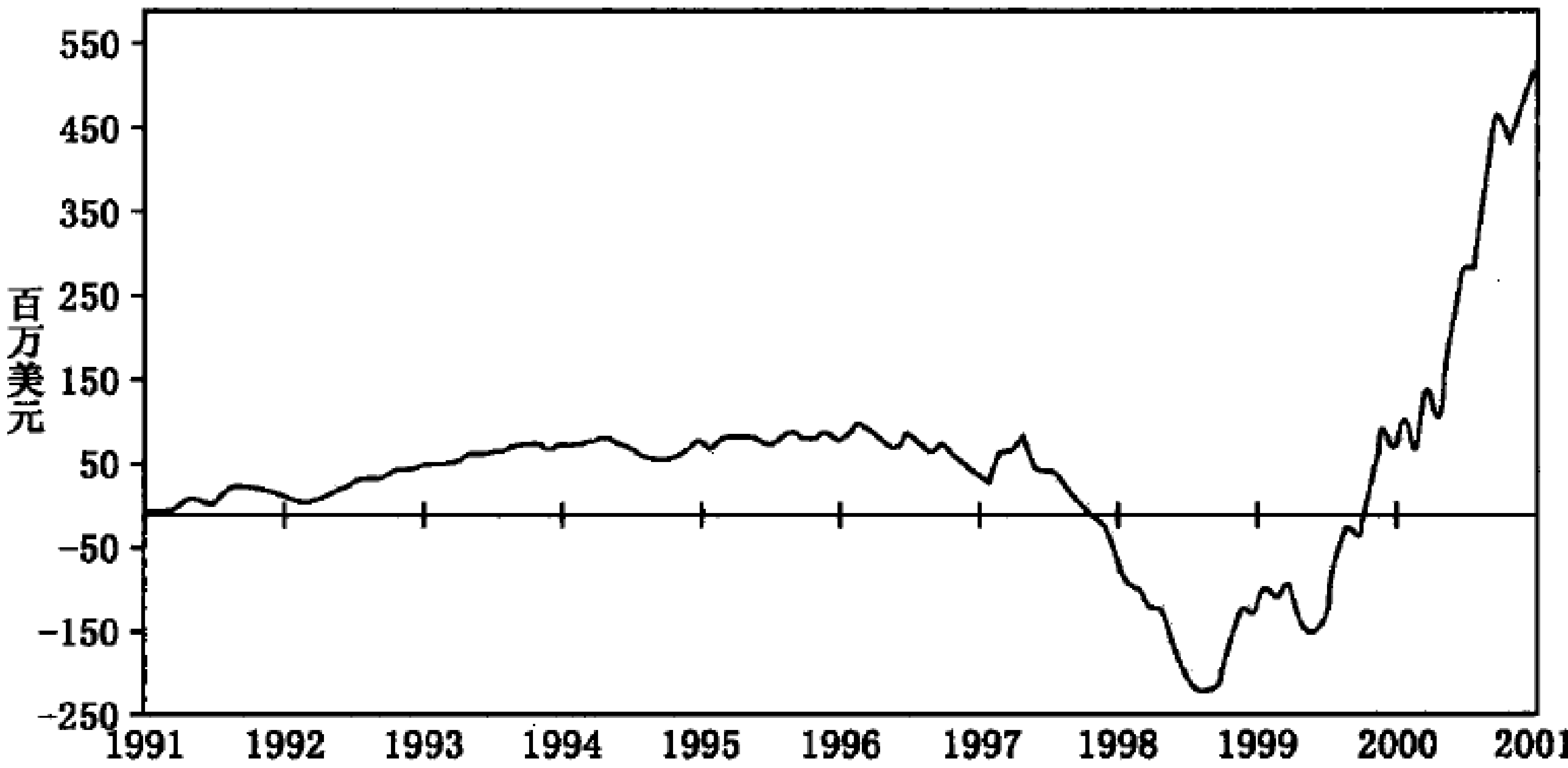
本国股票

尽管耶鲁捐赠基金承认美国股票市场是相当高效的,但仍然基于自下而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的基本面股票分析和证券选择方法追求着主动管理策略。耶鲁投资组合中包括高度集中于行业投资组合分析的专业人士,这些投资组合的表现和股票指数走势基本没有关联。使用这一方法可以确保与基准指数保持差距,正如图 2.4 所显示的,在 2000～2003 年熊市之后扭转颓势并保持领先以前,1995～2000 年耶鲁捐赠基金配置于股票经理人的资产表现一直落后于大市。耶鲁捐赠基金在本国股票上的投资组合具有价值和小盘股偏好,而这是历史证明可带来超额回报的两个因素。可以带来超额回报的一个解释是,小盘股市场不大会引起研究分析师和投资公司的关注,因此相对于大盘股,它们是相对较低效的。正如威廉·夏普(William Sharpe)在 2007 年 10 月 16 日接受《顾问透视》采访时所表述的:

要发现优秀经理人,你必须寻找那些具有一定灵活性的人。但是,在这样做的时候,你必定会遇到一些业绩低下的经理。要战胜某个指数,你不能距离它太近,但这也不能担保你一定能取胜。基金经理们是否可以掌控更大的托管资金,取决于他们的市场知识。



相对于威尔逊 500 指数,并扣除费用。

资料来源:历年耶鲁捐赠基金年度报告。

图 2.4 耶鲁捐赠基金本国股票经理创造的累积价值(1991～2001 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁将其股票投资组合的业绩目标定位于 20%波动水平下,实现 9.4%的回报率。它所使用的基准指数是威尔逊 5000 证券指数(Wilshire 5000 Index)。

外国股票

耶鲁捐赠基金将其在外国发达国家和新兴市场股票上的配置目标定为 6%,同时有 3%配置用于机会头寸。由于这些机会头寸预期都会集中投向新兴市场,我们可将其汇总进新兴市场配置中。外国发达国家包括诸如德国和日本这样的国家,而新兴市场则包括印度和巴西这样的国家。

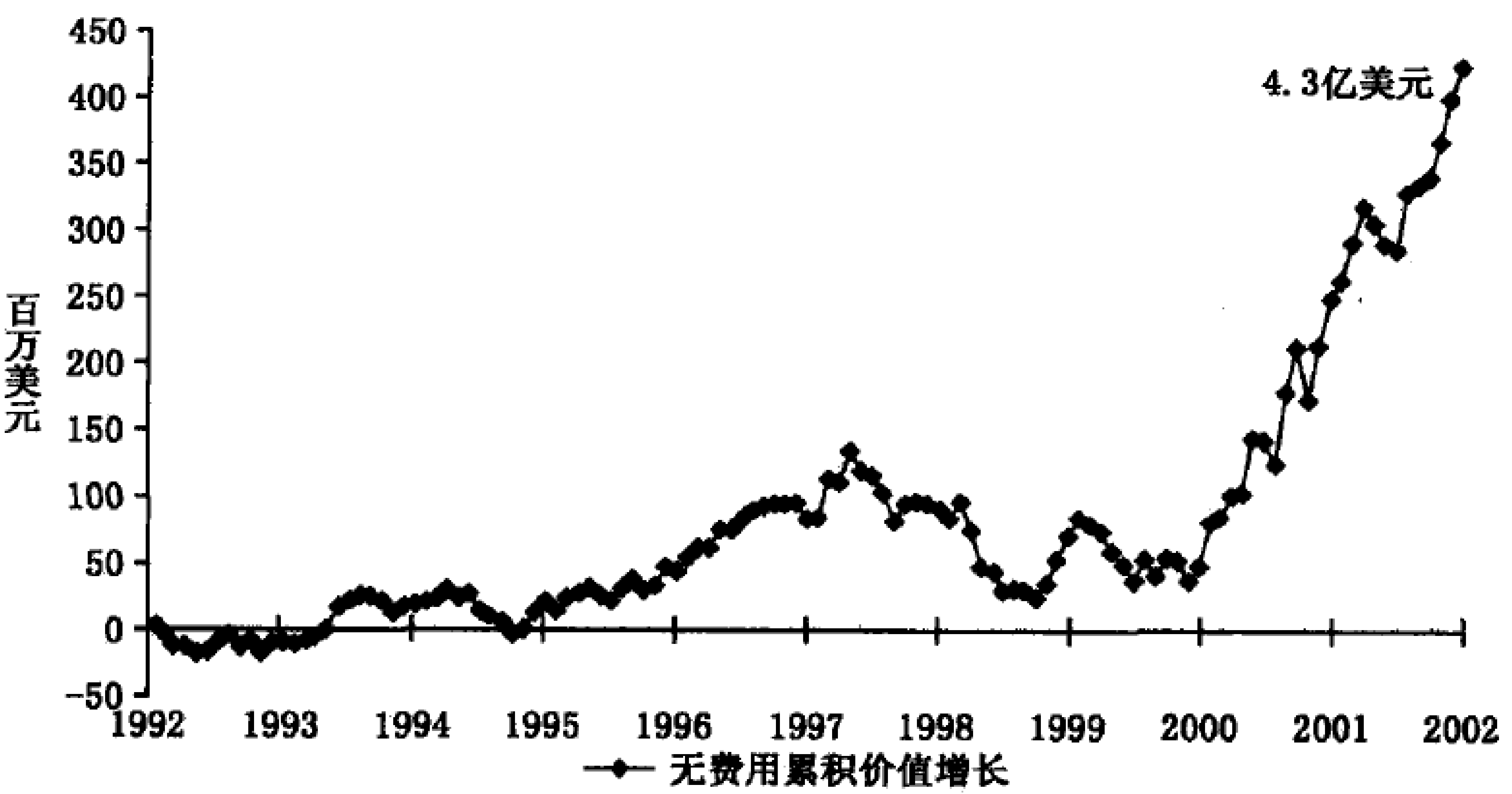
外国股票的主动管理策略类似于本国股票的投资组合,也采用专注于自下而上基本面分析的股票选择方法。相关投资组合经理趋向于关注某个地区,并且也会将注意力集中在低效小盘股和新兴市场。

图 2.5 显示了外国股票组合经理们为耶鲁捐赠基金创造的累积价值。耶鲁捐赠基金同时也管理着一个进行封闭式基金交易的内部资金池。作为市场最低效领域中的一个,封闭式基金能够并且也正按其资产净值(ANV)[1]的较大折扣和溢价进行交易。耶鲁表示封闭式基金能够"通过以较大折扣买入并以较低折扣卖出的方式增加渐进价值"。要了解围绕其资产净值进行非理性交易的基金例子,可以看看赫茨菲尔德—加勒比盆地基金(Herzfeld Caribbean Basin Fund: CUBA)历史性的溢价和折扣,其波动范围竟然是其净值的 20%折价到 100%溢价。这里根本没有效率市场! 市面上有不少专门投资于封闭式基金折价交易的例子。第一个例子是克雷莫—高盛封闭式基金交易所交易票据(Claymore Goldman Sachs CEF ETN: GCE)。该基金目标配置为大约 75 个持仓,并在多种因素中选择按照它们相对于资产净值的折扣高低来设定各自权重。科恩公司(Cohen)与斯蒂尔斯公司

[1] Etfconnect. com 是一个研究封闭式基金的极佳资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Steers)也拥有封闭式机会基金(Closed-end Opportunity Fund：FOF)。该基金本身也按照封闭式基金模式来构建，因此允许对任何潜在折价进行双重调价。



资料来源：历年耶鲁捐赠基金年度报告。

图 2.5　相对于综合基准指数的外国股票价值增加(1992～2002 年)

关于耶鲁捐赠基金的另一个有趣的发现是，它未对现金风险实施任何对冲。这在资产配置专业是一个存在争议的领域。耶鲁的观点是，现金头寸预期并不会增加价值、改善投资多样化或者降低风险。

耶鲁捐赠基金外国股票投资组合的预期是，外国发达国家能在 20%波动水平下产生 9.4%的回报，新兴市场能在 25%的波动水平下带来 11.4%的收益。上述回报水平的基准指数是由 40%的摩根士丹利—欧澳远东股票指数(MSCI EAFE)、40%摩根士丹利新兴市场指数(MSCI EEM)，以及 20%机会指数(高等交易价格指数 HEPI 加上 8%)所构成的一个综合指数。

固定收益

债券投资组合的主要目的是为了对冲金融突发事件或者超预期的滞涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁捐赠基金发现这类资产不具有多少吸引力，可能是因为债券低水平的历史与预期收益，以及高度的市场效率。斯文森反对配置外国债券，也是因为它们低的预期回报以及外汇风险。

耶鲁捐赠基金在其公司内部管理所有债券投资组合，并且该组合创造了持续战胜基准指数的回报率。耶鲁希望其债券投资组合能在 10%波动水平下带来 5.4%的收益率，该资产配置对应的基准指数是雷曼兄弟美国国债指数(Lehman Brothers U. S. Treasury Index)。

实物资产

耶鲁捐赠基金仍在接受大学捐赠财产带来的投资投入，这一传统可追溯至 18 世纪。(感谢国王乔治三世！)20 世纪 50 年代，耶鲁开始第一次投资于石油和天然气以及商业房地产。除此之外，耶鲁捐赠基金还投资森林资产。相对而言，所有这些实物资产都是缺乏流动性的。

上述资产在通胀环境下都有不错的投资表现，在相对低效市场里也是如此。对于传统投资组合而言，房地产是进行投资多样化的一个重要渠道，相对于普通捐赠基金，耶鲁在房地产上具有更高的资产配置(28%：10%左右)。在此领域，耶鲁偏爱寻找具有深入操作经验且对特定地理区域或行业有专注研究的主动型投资经理。耶鲁捐赠基金同时要求所有经理在每一桩交易中都执行参与式投资，以此来让他们对整个投资过程保持某种切肤体验。此外，耶鲁也扶持那些手上不管理巨额资产的新冒头投资经理，并希望与他们建立紧密、长期的关系。

耶鲁捐赠基金偏好可以产生当前现金收益的房地产，因为这可以降低在持有周期以及估值风险方面的风险敞口，并且耶鲁一直尝试将其大部分房地产持仓配置于供应有限的地区。耶鲁大学早期在房地产领域的一项投资是一幢位于曼哈顿的办公大楼，1978 年耶鲁耗费4 700万美元购买了该楼 50%的权益(1994 年则购买了余下的所有权益)。到 2002 年售出该物业时，耶鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐赠基金实现了近 20%的年化投资回报率。

在石油与天然气领域，耶鲁偏向于对已确认的高品质资源储备进行投资。耶鲁会寻找管理较小资产规模的投资经理，他们在配置和运作资产过程中比大型公司更具效率。在森林资产领域，耶鲁捐赠基金关注的是美国国内成长缓慢但管理可持续的天然森林财产。

耶鲁捐赠基金希望实物资产能在 13.6%波动水平下产生 9.4%的回报率，此处参照的基准指数是美国高等教育价格指数(HEPI)+6%。

私募股权

大卫·斯文森在《创领投资组合管理》一书中写道："在最基本形式上，风险与收购投资(venture and buyout investing)代表了获取股权风险敞口的更高风险方式。收购交易内在的高杠杆性以及风险投资的早期阶段本质，都将令投资人经历更大的基本面风险，当然，他们也应要求显著更高的投资回报率。"

在过去超过 30 年的时间里，耶鲁捐赠基金在私募股权领域连续获得了令人印象深刻的 20%以上的回报率。贯穿本书，我们都将使用私募股权一词来表示其两个主要子集：杠杆收购基金和风险资本基金(或者用简短的说法，即收购和风险资本)。耶鲁捐赠基金受益于和顶级私募股权经理人的长期关系，该领域的资产配置也远超普通大学捐赠基金的水平。1973 年通过向一家收购合伙制公司和 1976 年向一家风险合伙制公司的注资，耶鲁捐赠基金建立了它的第一个私募股权项目。长期以来，耶鲁捐赠基金在私募股权领域的投资计划都被视为可以模仿的黄金标准。通过基层经理人的努力，耶鲁成功地成为康柏(Compaq)、甲骨文(Oracle)、基因技术(Genentech)、安进(Amgen)以及谷歌(Google)等众多公司的早期投资者(其中，对谷歌的 30 万美元初始投资已经增值到7 500万美元)。

耶鲁捐赠基金关注那些专注于价值增值投资法的合伙制，而竭力回避由金融机构赞助的基金(因为存在潜在权益冲突)。我们会在本书第 5 章对私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

募股权进行更加深入的探讨。

在私募股权领域，耶鲁捐赠基金的目标是在27.7%波动条件下获得14.6%的回报率，这一预期与投资组合的其他内容不存在实质相关性。

绝对回报率

1990年，耶鲁捐赠基金成为第一家将目标绝对回报视为一项资产类别的机构投资者。耶鲁将其一半资产配置于事件驱动策略(并购、分拆、破产)，而将另一半配置于证券与其经济价值背离的价值策略。我们将在第6章中详细讨论对冲基金。

在绝对回报配置上，耶鲁的目标是在15%波动水平下获得9.4%的回报率，该预期与投资组合的其他内容不存在实质相关性。

本章小结

- 耶鲁大学捐赠基金并非一直都处于上佳状态，大卫·斯文森的到来助推耶鲁成为一家投资强手。
- 耶鲁捐赠基金能创造超凡投资回报，应归因于它的资产配置和主动管理。
- 耶鲁追求宽泛的投资多样化，并视其为风险管理的有效方法。
- 多数耶鲁捐赠基金的投资组合都处于类股权资产类别之中。债券投资仅作为滞涨的一种对冲手段而存在。
- 因为其回报潜力和投资多样化特征，耶鲁捐赠基金配置了大量实物资产和非传统资产类别。
- 主动管理仅在低效市场中能付诸实施，耶鲁捐赠基金所创造的超额回报多数来源于私募股权和实物资产上的配置。
- 耶鲁每年以6%的幅度超越其当前政策投资组合的目标回报水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章　哈佛大学捐赠基金

某天结束的时候，当看到他在该校捐赠基金账簿上增加的数十亿美元时，杰克必定是哈佛大学在以一个组织展现其实力时，唯一的也是最重要的因素。

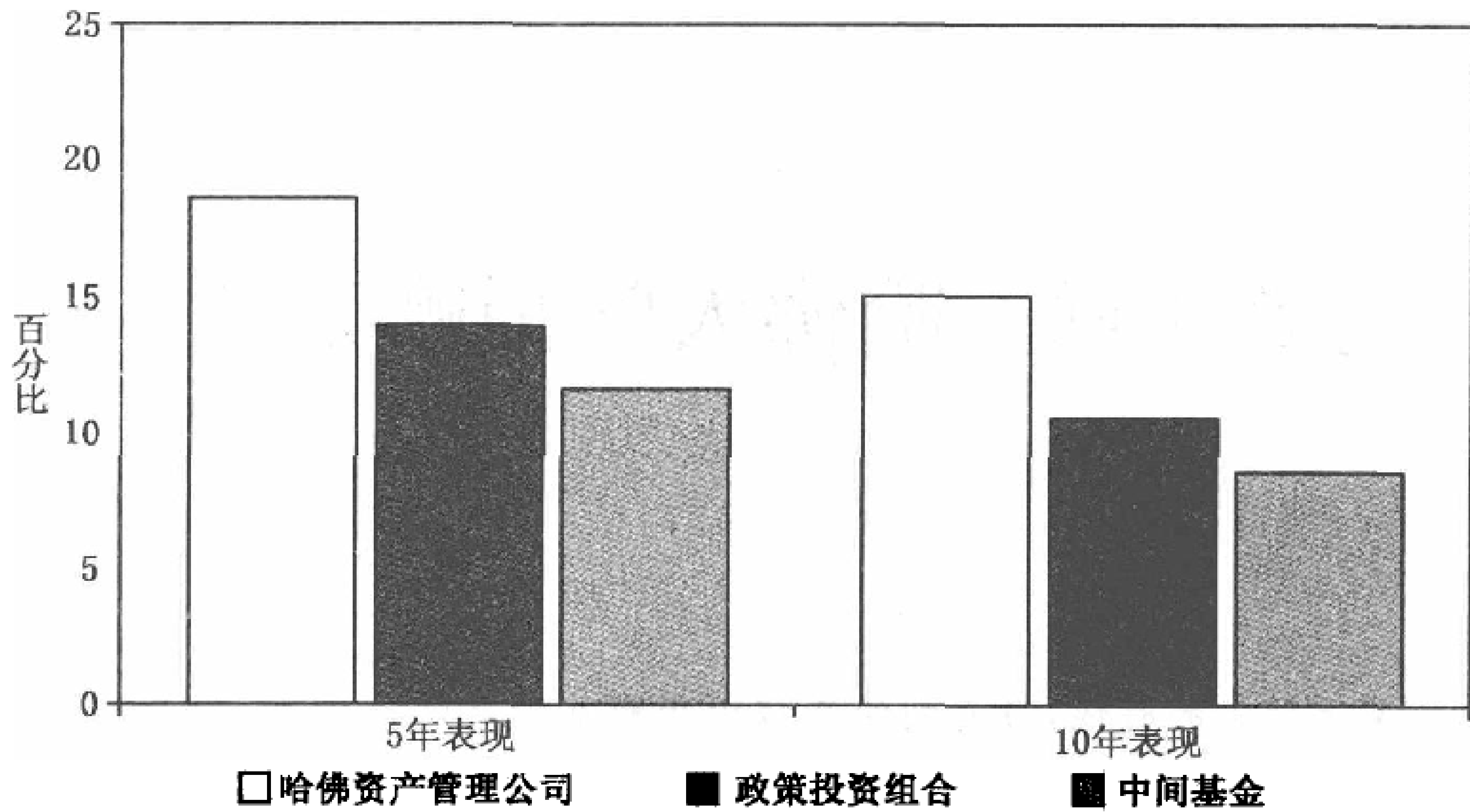
——迈克尔·霍兰德，霍兰德公司(Michael Holland, Holland and Co.)

杰克·梅尔(Jack Meyer)之于哈佛，等同于大卫·斯文森之于耶鲁。虽然他到哈佛的时间较晚(1990 年)，并且离开的也稍早(2005 年)，但他对哈佛捐赠基金的影响同样令人印象深刻。当他接手哈佛捐赠基金的时候，该基金的规模大约是 50 亿美元；但他离开的时候，该投资组合已增值至五倍——每年超越政策投资组合和普通捐赠基金近 5%。图 3.1 显示了哈佛资产管理公司(Harvard Management Company: HMC)与政策投资组合以及中间机构在 5 年和 10 年年化回报率上的对比。可以看到，哈佛捐赠基金的投资业绩和耶鲁捐赠基金一样出色！

哈佛大学捐赠基金的历史

在 2006 年举行 370 周年建校庆典的哈佛大学，是美国历史最悠久的高等教育机构。哈佛创建于 1636 年，也就是清教徒们抵达普利茅斯后的 16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:2007 年哈佛捐赠基金报告。中间基金指 19 家资产规模超过 10 亿美元的机构基金,数据基于信托统一比较服务公司(TUCS)编辑的信息。

图 3.1 5 年及 10 年年化平均回报率

年,从最初的 1 名导师、9 个学生发展到今天拥有超过18 000名注册的学位攻读者。美国历史上的八位总统——约翰·亚当斯(John Adams)、约翰·昆西·亚当斯(John Quincy Adams)、西奥多·罗斯福(Theodore Roosevelt)、富兰克林·德拉诺·罗斯福(Franklin Delano Roosevelt)、拉瑟福德·B. 海耶斯(Rutherford B. Hayes)、约翰·菲茨杰拉德·肯尼迪(John Fitzgerald Kennedy)、乔治·W. 布什(George W. Bush)以及巴拉克·奥巴马(Barack Obama)——都从哈佛大学获得过学位。此外,超过 40 位诺贝尔奖获得者都曾经或者现在是哈佛大学教职工中的一员。

哈佛的命名源于其第一位捐赠者,来自查尔斯城(Charlestown)的约翰·哈佛(John Harvard),这位年轻的牧师在他 1638 年过世时,将其图书馆和一半的资产捐献给了这个刚刚诞生的教育机构。1649 年,哈佛大学从一些 1642 级和 1646 级的学生那里获得了一处房地产捐赠。这处曾经的牛圈,当校友们在上面种上苹果树后便得名“校友果园”了,而现在的温德勒图书馆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就坐落于该地块之上。

哈佛捐赠基金由若干年来建立的11 000个独立基金组成，这些基金向哈佛学子提供奖学金；维持图书馆、博物馆以及其他收藏馆的运营；也资助学校的教学与科研活动以及其他正在进行中的范围宽广的各类活动。与耶鲁捐赠基金情况有些类似的是，这些基金中的绝大多数都秉承某种投向限制，即只能用于特定的投资目的。

所有者的理性

历史地来看，哈佛捐赠基金的构建方式与耶鲁捐赠基金大不相同。当耶鲁将几乎所有基金管理外包给外部投资经理时，哈佛则将多数资金管理留在组织内部，这有点类似于内部管理的对冲基金，在顶峰时期，哈佛捐赠基金内负责投资管理的雇员人数(175 人)是耶鲁捐赠基金人数(大约 25 人)的 7 倍。

当代捐赠基金的管理思想在 20 世纪 70 年代早期即已根植于哈佛捐赠基金。保罗·卡波特(Paul Cabot)担任哈佛财务主管 15 年直至 1974 年，他目睹了哈佛捐赠基金从2 000万美元成长到 10 亿美元的整个过程。他将该捐赠基金作为其个人公司道富管理公司(State Street Management)的一个客户，而该公司仅向哈佛捐赠基金收取微薄的 2 万美元费用。到 1974 年，捐赠基金规模已经大到可以创建一个独立构架，于是当年 7 月，哈佛大学将其与本校非营利机构哈佛资产管理公司合并成为一家全资的大学附属公司。这一公司的创立令后来的哈佛校长德里克·伯克(Derek Bok)感到遗憾，他曾说，“哈佛是一所教育机构，并不在运营投资公司方面具有特别技能”(《伟大的好运气：哈佛如何赚钱》，卡尔·维吉兰德著)。让哈佛无数后代学子感到幸运的是，这位校长的话被证明是非常错误的。

接替保罗·卡波特担任哈佛财务主管的是乔治·帕特南(George Putnam)，他决定为哈佛资产管理公司(HMC)聘任一位全职投资组合经理。很快他雇佣了沃尔特·卡波特(Walter Cabot)，此人是保罗·卡波特的侄子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在绝大多数资产进行内部管理的同时，哈佛资产管理公司还与剑桥联合咨询公司(Cambridge Associates)组成团队以确定一些外部经理人，并最终决定将捐赠基金投资组合的10%配置给多个外部公司(10年后，这些公司没有一家继续存在)。卡波特承认，要找到长期优秀的经理人是非常困难的。卡波特也是开发低效市场投资的早期先锋人士之一，他的发现与几年后斯文森加入耶鲁捐赠基金时的想法如出一辙。

年轻的卡波特曾说道："我当然愿意就我们的资产账户发布卓越的结果。但我们如何得到这样的结果呢？我不相信我们能够按照流行的方法来选择股票和债券，因为无法证明这样的做法符合我们的利益。市面上有太多的信息流。我也不认为通过传统选择股票和债券的方法可以达到我们的投资目标。那么我们如何行事以实现我们的目标呢？……捐赠基金经常在新的投资理念上是领先者：房地产、风险投资、私募交易以及类似的领域。捐赠基金的投资行为方式更像(投资对象的)所有者，而不是受雇的枪手，他们更可能为了相对表现而努力，因此更可能或早或晚地陷入困境……我们在投资时已经获得了所有者理性，这与受雇枪手的理性截然相反。"

关于哈佛捐赠基金涉足低效市场，卡波特评述道："当我们的思路中存有上述观点后，我们就开始寻找存在错误定价的领域。结果我们通过融券方式达成了该目标，并且我们是较早这样做的投资者。今天融券领域的问题是，有太多人开始这样做了，这就压低了利润边际并消弭了绝大多数利润。于是我们开始最早使用衍生产品。我们注意到，证券经纪行业已经开始使用衍生产品来管理他们所有的资产，但是养老金基金和捐赠基金还没有使用。目前，我们开始进入未在公开市场挂牌的私募股权投资领域，比如新兴风险投资、杠杆收购、石油与天然气开发以及房地产等。我们发现这些领域的定价竞争性比较弱。我们可以构造较有利的交易，据此获得较好的回报。显然，做这些投资时我们必须在流动性上做点让步……在风险资本领域，我们是将近60家有限合伙制的参与者"(特雷恩，1994)。目前，哈佛捐赠基金将其私募股权投资组合配置到了超过60家基金团体，而这些基金团体代表着超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

150 家的单个基金，并且哈佛捐赠基金是超明星风险资本公司开鹏华盈(KPCB：Kleiner Perkins Caufield & Byers)的第一家机构客户。

我们可以方便地借用卡波特对融券及衍生品的评价来描述当今的私募股权行业：私募股权现在的问题是，有太多人在从事这一投资行为，因此压低了利润边际，也消弭了绝大多数利润。这一观点对任何低效资产类别来说都是成立的：初期高回报总是吸引众人关注，并导致资金大量流入。这一道理也适用于资本主义社会的任何成功商业模式。

截至 1987 年春，哈佛将捐赠基金的多数资产配置在股票上，但份额也在不断缩减，至当年 10 月，该百分比已降至 40%左右。1987 年 10 月美国股市崩盘发生后，作为上述举措的结果，哈佛捐赠基金的资产总值仅下跌了 13%，而标普却重挫了近 21%。几年后的 1990 年，杰克・梅尔(Jack Meyer)接替卡波特成为哈佛捐赠基金的掌舵人。

哈佛捐赠基金的斯文森

从丹尼森大学(Denison University)毕业后，梅尔便进入哈佛商学院学习(当时他是 1969 年那一届的最年轻学员)。其后他在华尔街工作了 10 年，其中包括在莱昂内尔・埃迪(Lionel Edie)和布朗兄弟—哈里曼投资公司(Brown Brothers Harriman & Co.)从事紧张的证券分析师和投资主管工作。此后，梅尔成为规模达 200 亿美元的纽约市养老基金的首席投资主管，不久又在规模为 20 亿美元的洛克菲勒基金会担任类似的工作。1990 年，梅尔加盟哈佛资产管理公司，巧合的是，推荐他接受此任命的不是别人，正是耶鲁捐赠基金的大卫・斯文森。

1990 年加入哈佛捐赠基金后，梅尔即将政策投资组合的概念引入哈佛。梅尔认为，哈佛在战术资产配置以及对目标配置比例保持适度紧密上不具备多少优势。因此，他觉得哈佛资产管理公司的真正价值增加应在证券选择以及证券的相对错误定价上，而不应在市场的时间选择上。哈佛捐赠基金内部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用了大量这种套利模式的投资策略：在购买廉价资产的同时出售昂贵的资产。哈佛也经常进行其他类型的套利策略，包括兼并套利、可转换套利和封闭式基金套利。

哈佛捐赠基金将其在商品类别中的多数资产进行了指数化，并在森林资产上进行了大量配置，有些时候配置比例接近捐赠基金总规模的 10%。

哈佛捐赠基金森林资产配置的特别案例

哈佛捐赠基金是森林资产投资的早期开拓者，并且曾一度是世界上最大的森林资产机构所有者（哈佛的工资支付表上甚至还出现过三名伐木工人）。哈佛捐赠基金等机构投资者都因为森林资产具有的回报稳定、与传统资产无相关性、是通胀的上佳对冲等原因而备受吸引。

在美国，森林覆盖了整个土地面积的近 1/3，而这当中有近一半属于商业林地。有意思的是，美国是世界上最大的软木质和硬木质木材生产国（其后是加拿大）。直到 20 世纪 90 年代，这些森林资产都由大型集团企业持有，但他们在有效管理这些资产方面却乏善可陈。基于对树木生长周期的可预见性，机构投资者可以在购买森林后按照树木种类、地理分布以及相应的成木周期，多样化地构造阶梯式投资组合。哈佛也尝试更有效地管理森林，其中的创造性手段包括替代能源生产以及矿藏开采权的特许经营。森林资产主动投资一般通过被称为森林投资管理组织（Timberland Investment Management Organizations：TIMOs）的经纪商来进行，而它们通常对投资者设置数百万美元的最低投资限额。

很难用一个指数对森林资产回报进行基准化，其中最为广泛接受的是（美国）不动产投资受托人全国委员会（National Council of Real Estate Investment Fiduciaries：NCREIF）的森林指数（Timberland Index）。该指数从 1994 年起开始发布，并且回报数据可以追溯至 1987 年。森林指数同时报告所统计森林资产的收入和增值回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该指数目前只有两家数据提供者，并仅代表超过 30 亿美元的森林资产，而森林投资管理组织(TIMO)整个行业的森林价值大约在 100 亿美元左右。该指数与其他研究都显示森林资产的回报率大致在 10%～15%，相应波动水平为 10%～15%。森林资产投资的绝大部分回报来源于树木的自然生理成长，木材价格和土地价值变动对整体回报的影响只是小部分。

不幸的是，对多数个人投资者而言，想参与并购买森林资产是相当困难的，而且绝大多数森林投资都只适合于能够承受多年投资锁定期和高额进入门槛的私募股权类投资者。诸如梅溪木材(Plum Creek Timber)公司(交易代码:PCL)—— 一家上市房地产投资信托(REIT)公司，同时也是美国最大非政府森林资产所有者——的股票虽可以自由交易，但仍存在股票投资风险和资产类别相关性问题。自 1989 年以来，梅溪木材(PCL)与标普 500 股票指数的相关系数大约为 0.4，并且这只股票刚刚遭遇了超过 40%的历史性重挫。

克雷默/克里尔全球森林(Claymore/Clear Global Timber)(交易代码:CUT)交易所开放式指数基金(ETF)是第一只专注森林资产领域的 ETF，该基金对参与森林土地所有与租赁、森林砍伐、木材与纸浆相关产品销售，以及纸张与包装材料销售的公司进行全球性配置。该指数根据世界各地区的森林土地分布状况来确定各国在指数中的权重。巴克莱(Barcly's)紧跟克雷默/克里尔指数推出了安硕标普全球林木与森林指数基金(iShares S&P Global Timber & Forestry Index Fund)(交易代码:WOOD)ETF。

拥有一片森林资产只是林木行业的一项单纯经营活动，而持有 PCL 公司股票或者诸如 CUT 或 WOOD 这样的指数基金(ETF)，则意味着要面对一个资产管理团队以及与运营一家上市公司相关的所有风险。因此，有些商品公司也会对标的商品价格变动中存在的风险为自己进行部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分对冲。但是,许多公司本身就包含在股票指数之中,这就进一步增加了它们与股票指数之间的相关性。我们认为,较之 NCREIF 森林指数,上述 ETF 能够更紧密地跟踪森林与纸制品行业的走势。

另一个选择是直接投资于森林资产的封闭式基金。这类基金有两个品种,即形成层全球森林(Cambium Global Timberland)基金(基金代码:TREE. L)和福洛斯森林基金(Phaunos Timber Fund)(基金代码:PTE. L),但这两只基金都只在伦敦证券交易所交易(参见本书第 6 章,以了解投资此类基金的相关问题)。同时,它们都收取管理费(1%~1.5%)以及超越表现费(每年对超过 8%的收益部分收取 20%)。

更多资金,更多问题

尽管哈佛资产管理公司(HMC)在梅尔掌舵的 15 年里,用业绩很好地给普通捐赠基金上了一课,但捐赠基金管理公司自身的组织构架却招致了大量直言批评。作为非营利组织内的一个营利实体,哈佛资产管理公司曾因为向个别雇员支付高额薪酬而引发过纷争。此类抱怨虽早在 1974 年哈佛资产管理公司诞生之初便偶有听闻,但随着哈佛捐赠基金达到巨量规模,有关批判更是甚嚣尘上。

投资经理人基于其创造的价值增值或者表现超越可比指数基金的数额而赚取奖金。在华尔街,这是相当标准的薪酬安排。为抑制投资中的过度风险,哈佛资产管理公司曾经使用"抓回"条款来处罚头年投机大赚、次年便表现平平的经理人,要求他们退回其头年投机所获高额奖金中的大部分。

2003 年,两位经理人每人赚取了超过3 500万美元的奖金。2004 年,哈佛资产管理公司向其顶级资产管理人支付了总额超过 1 亿美元的奖金(其中前述两位顶级投资经理又人均获得了超过2 500万美元)。梅尔本人也在 2004 年获得了 720 万美元的收入。虽然从某种角度看,这些数字有些让人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

咋舌，但假如与哈佛资产管理公司2007年帮助(哈佛大学)赚取的57亿美元相比较，上述薪酬似乎也不是那么炫目。但是，新闻标题中夺人眼球的数字最终还是拉垮了哈佛资产管理公司的组织构架。许多哈佛学子和校友在面对这些经理人动辄数百万美元高薪、获得诺贝尔奖的哈佛教授却只能赚取区区小钱时，要让他们说服自己接受其中的合理性的确是件相当痛苦的事情。公平并符合逻辑的选择是，将投资经理控制在哈佛资产管理公司内部。

梅尔曾对此评述道，“这对哈佛捐赠基金是个不错的决定，这样可以令该校紧紧抓住第一流的投资人才”(《波士顿环球时报》，2004)。哈佛资产管理公司估计在公司内部进行投资组合管理的总成本为0.5%。将这一数字与一般对冲基金的成本(2%管理费用加上20%超越表现费)进行比较，我们很容易就可以看到，投资外包将给哈佛捐赠基金未来价值带来即便不是数十亿美元计，也是数百万美元计的成本。在其新作《市场撞击时》一书中，前哈佛资产管理公司经理穆罕默德·埃尔—埃里安(Mohamed El-Erian)预测，相对于内部投资管理方式，哈佛资产管理公司将其投资管理进行外包的成本是前者的两倍之多。

在饱受批评之后，梅尔最终还是离开哈佛并创建了他自己的对冲基金——凸性资本管理公司(Convexity Capital Management)。30位前哈佛资产管理公司员工跟随梅尔加入了该公司，在以60亿美元启动时，该基金曾是当时资产规模最大的对冲基金。有点讽刺意味的是，哈佛许诺会向该基金投资5亿美元。现在哈佛资产管理公司相当于给离职的梅尔支付了更高费用，却换来了更少的管理资产。在收取1.25%的管理费用后，梅尔的新公司每年将赚取7 500万美元的管理费用——其中有625万美元是哈佛大学支付的——这只是为了获得一盏放行的绿灯。上述7 500万美元超过梅尔在哈佛所领薪水的10倍，如果凸性资本业绩优异，则其可以赚取的费用封顶是超越表现的20%。

截至目前，梅尔是第六位直接离开哈佛资产管理公司并组建自己公司的管理者。其他离开哈佛资产管理公司并创建个人基金公司的前雇员包括：成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立高地资本管理公司(Highfields Capital Investment)的乔纳森·雅各布(Jonathan Jacobson),以及成立索伍德资本(Sowood Capital)的杰弗里·拉尔森(Jeffrey Larson)。哈佛资本管理公司经常会投资这些分离公司,但不幸的是,当索伍德资本在2007年遭遇重大损失后,哈佛资产管理公司在该对冲基金的5亿美元投资损失了3.5亿美元。在耶鲁方面,有趣的是,斯文森的门生们则经常在其他捐赠基金和基金找到新的职位,这当中就包括普林斯顿、卡内基梅隆、麻省理工以及鲍登学院等高校。

梅尔初到哈佛时,该捐赠基金只有20%的资产由外部机构管理,且绝大部分都投资于房地产、私募股权以及森林资产领域。2005年梅尔离任后,直到现在,哈佛捐赠基金的多数资产都采用和耶鲁模式类似的外部管理方式。在初建的前30年里,哈佛资产管理公司只经历了两任首席投资官,而其后数年则换了两名新人。梅尔离开后,哈佛大学从西海岸的太平洋投资管理公司(PIMCO)聘来了新兴市场债券领域的超明星经理穆罕默德·埃尔—埃里安,彼时埃里安管理着太平洋投资管理公司5 000亿美元资产中超过300亿美元的部分。仅仅停留了2年左右的时间,埃尔—埃里安又返回南加州,并以联合首席执行官和联合首席投资官的身份加入比尔·格罗斯(Bill Gross)掌舵的资产规模已达8 000亿美元的太平洋投资管理公司。就在最近,哈佛资产管理公司任命简·门迪洛(Jane Mendillo)为公司主席和首席投资官。门迪洛此前曾在哈佛捐赠基金工作过,并曾负责70亿美元的投资组合管理,大概占当时基金总规模的1/3左右。自2002年起,她以首席投资官身份在韦尔斯利学院(Wellesley College)供职。这次希望(从哈佛的立场来说)她能在新职位上工作时间超过2年。

哈佛如何行事

能为一名投资者做出贡献的最强有力的工具,是他(她)的多样化投资方法。真正的多样化投资能帮助你在同等风险下构建产生更高回报的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合。多数投资者，无论是机构还是个人，距离他们应该做到的多样化投资还相距甚远。他们都过度参与了美国股票和可交易证券的投资。

——杰克·梅尔(Jack Meyer)，《灵智资本》，2007

表3.1显示，虽然哈佛捐赠基金历史性地将其60%资产配置于股票、30%配置于债券、10%为持有现金，但在20世纪80年代末与90年代初全力介入私募股权和实物资产前，哈佛捐赠基金已于20世纪70年代后期开始推动另

表 3.1 **政策投资组合** （单位：%）

年份	1980	1991	1996	2000	2007	2008
股票						
本国股票	66	40	36	22	12	12
外国发达国家股票		18	15	15	11	12
新兴市场股票			9	9	8	10
私募股权		12	15	15	13	11
总股权投资	66	70	75	61	44	45
固定收益证券						
本国债券	27	15	13	10	7	5
外国债券	8	5	5	4	3	3
高收益债券		2	2	3	3	1
总固定收益证券投资	35	22	20	17	13	9
实物资产						
商品	0	6	3	6	16	17
房地产	0	7	7	7	10	9
通胀指数化债券	0	0	0	7	5	7
总实物资产投资	0	13	10	20	31	33
绝对回报与特别情况	0	0	0	5	17	18
现金	−1	−5	−5	−3	−5	−5
总资产投资	100	100	100	100	100	100

资料来源：2007哈佛捐赠基金报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类投资策略了。不同于耶鲁捐赠基金将其资产配置分为 7 个类别,哈佛则将其配置细分为 12 个领域。

与耶鲁相似,哈佛捐赠基金在每个单列资产类别的表现都战胜了对应的基准指数。与耶鲁更雷同的是,哈佛捐赠基金也是在私募股权类型上最显著地超越了基准指数表现,在此配置上,哈佛交出了惊人的年均 16.6%的超额回报率。更有趣味的是,哈佛捐赠基金在声名不佳的高效债券市场上也发展出了投资优势。在国内和外国固定收益证券投资上,哈佛资产管理公司也取得了超越基准指数表现的可观收益(甚至比股票投资的超越幅度还高)。总而言之,哈佛以每年高于 4%的幅度超越了基准指数表现,详见表 3.2。

表 3.2 **资产类别表现** (单位:%)

	5 年期业绩(年化回报率)			10 年期业绩(年化回报率)		
	哈佛资产管理公司	基准指数	相对值	哈佛资产管理公司	基准指数	相对值
股票						
本国股票	13.1	11.3	1.9	11.6	8.4	3.2
外国股票	19.8	18.5	1.3	11.3	8.4	2.9
新兴股票	32.0	30.9	1.1	14.6	13.7	0.9
私募股权	20.0	16.4	3.6	30.6	14.0	16.6
固定收益证券						
本国债券	14.5	5.2	9.3	13.7	6.8	6.9
外国债券	16.9	6.8	10.1	13.3	4.9	8.4
高收益债券	18.1	13.8	4.3	9.8	4.9	4.9
实物资产						
商品	17.4	9.2	8.2	12.4	6.2	6.1
房地产	21.1	15.7	5.4	17.3	15.1	2.2
通胀债券	6.2	6.3	0	NA	NA	
绝对回报	15.0	11.0	4.0	NA	NA	
全部资产	18.4	13.8*	4.7	15	10.5*	4.4
中间基金		11.6**			8.4**	

资料来源:哈佛资产管理公司网站。

*政策投资组合(Policy Portfolio)。

**由信托统一比较服务公司(Trust Universe Comparison Service: TUCS)测算的大型基金均值和中间业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈佛所拥有的 AAA 信用评级使得它可以花费较低成本进行借贷,并使用其他投资经理无法采用的投资策略。因此,当埃尔—埃里安强调哈佛资产管理公司能为其投资组合创造价值的一个领域是风险管理时,这就不足为奇了。他曾这样说道:

市场已经变得非常拥挤了,这不仅是从资产配置的角度看,也是从寻找正确的实施工具角度来看。市场的确对顶级投资专家的知识设置了极限。这也是为什么资产配置变得越来越缺乏效力的原因,因为有太多人在从事这一行当。此外,全球流动性状况也在不断变化。所以我们的观点是,未来的投资表现需要一些更多的东西,其中有两件东西需要更多:第一,更好的风险管理,这是因为相关性风险已成为一个很大的问题,多样化资产配置不再会像过去那样给你带来风险缓和的效果;其次,需要定义新的安全投资主题,以便未来 5 年内都能产生好的回报,与此同时,还要力争成为上述主题投资的早期推进者,这也是我们一直以来在工作中非常努力践行的方向(《养老金与投资杂志》,2007)。

本章小结

- 哈佛捐赠基金是世界上规模最大的捐赠基金。
- 非传统投资组合理念的种子在 20 世纪 70 和 80 年代已根植于哈佛捐赠基金了。
- 与耶鲁类似,哈佛捐赠基金也寻求广泛的投资多样化,并且关注类股权资产类别。
- 实物资产和另类资产在其投资组合中占据着大量资产配置。森林资产投资,由于可以提供稳定、低相关性的回报率,是哈佛捐赠基金已发展出专业知识的投资领域。
- 哈佛捐赠基金以非常强劲的回报水平,领先于同行和各资产类别基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准指数的回报率。

- 哈佛捐赠基金以每年高于5%的幅度，超越目标政策投资组合的回报水平。
- 一度以内部对冲基金方式运作的哈佛捐赠基金，正逐渐转型为耶鲁风格，并将其捐赠基金管理外包出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　构建你自己的常青藤投资组合

"这有点像建议我的子女辍学去打篮球，并以成为下一个迈克尔·乔丹为奋斗目标。"

——穆罕默德·埃尔—埃里安

这句话是哈佛捐赠基金前经理被问到"个人投资者也能够复制顶级捐赠基金的伟大投资业绩吗?"时所作出的回应。虽然有点刻薄，但作为金融市场评论，您一定要对其保持一定的经验性怀疑。本章我们将开始考察上述可能性的问题。如果一名投资者不能复制顶级捐赠基金的业绩，为什么不能？是否因为主动或者被动的资产管理？或者是否可能是因为在私募股权和对冲基金上的配置？投资者在多大程度上表现弱于捐赠基金？他或她是否能在投资表现上尽可能拉近与捐赠基金的差距?

我们认为，个人投资者能够复制许多顶级捐赠基金的投资策略，这样做可以实现提升的风险调整后回报率。本章探讨一名投资者如何使用交易所开放型指数基金(ETFs)来模仿顶级捐赠基金并构造政策投资组合。我们将对假定配置进行事后检验，以分析其相对于哈佛和耶鲁捐赠基金的历史表现。为形成优化投资方法，我们也会对包括指数化、税收、投资纪律以及账户再平衡等操作实施问题进行分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟我学——做超级捐赠基金的影子

在前面两章,我们集中讨论了哈佛和耶鲁捐赠基金的超额回报。虽然耶鲁的表现略微优于哈佛,但他们的回报流却非常相似。自 1985 年开始,耶鲁捐赠基金的回报率就以 1.4%的优势超过哈佛,但也有稍高的波动率。此外,这两家捐赠基金的回报具有高度相关性(相关系数超过 0.9),这意味着两家捐赠基金团队可能采用可比策略构造了相似的投资组合。

10%波动水平下获得 15%~16%的回报,且夏普比率(Sharpe Ratio)大于 1.0 的事实,将这两家捐赠基金置于高处不胜寒的境地。在表 4.1 所描述的时间周期内,哈佛捐赠基金只有两个回报下滑的年份,而耶鲁只有一个。

表 4.1　　哈佛与耶鲁捐赠基金年回报率对比(1985~2008 年),各财年截止 6 月 30 日　　(单位:%)

	哈佛捐赠基金	耶鲁捐赠基金
1985	26.8	25.8
1986	31.3	36.0
1987	19.9	22.8
1988	5.7	−0.2
1989	12.8	17.3
1990	7.5	13.1
1991	1.1	2.0
1992	11.8	13.2
1993	16.7	17.3
1994	9.8	12.0
1995	16.8	15.7
1996	26.0	25.7
1997	25.8	21.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	哈佛捐赠基金	耶鲁捐赠基金
1998	20.5	18.0
1999	12.2	12.2
2000	32.2	41.0
2001	—2.7	9.2
2002	—0.5	0.7
2003	12.5	8.8
2004	21.1	19.4
2005	19.2	22.3
2006	16.7	22.9
2007	23.0	28.0
2008	8.6	4.5
年化回报率	15.23	16.62
波动率	9.55	10.40
夏普比率(5%)	1.07	1.12
最佳年份回报率	32.2	41.0
最差年份回报率	—2.7	—0.2
与哈佛的相关性(100%)	—	0.91
与耶鲁的相关性(100%)	0.91	—

资料来源：耶鲁与哈佛捐赠基金报告。

表 4.2 显示了哈佛和耶鲁捐赠基金年度投资回报均值，同时给出的还有五个主要资产类别及相关的可投资指数——美国股票(标普 500 股票指数：S&P 500)、外国股票(摩根士丹利—欧澳远东股票指数：MACI EAFE)、10 年期美国政府债券、房地产(富时全美房地产投资信托指数：FTSE NAREIT Index)以及商品(高盛商品指数：GSCI)。(虽然只存在三大资产类别，即股票、债券以及实物资产，但我们在本章会将它们拆成五个类别以便讨论。)在这五个资产类别中，进行指数化时问题最大的是房地产资产类别。房地产投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资信托(REITs)并不是房地产的直接替代指数，它还合并了股票和固定收益证券的特征。由于历史上没有任何备选可投资指数，我们在此也只能使用REITs指数。[1]

平均来看，这两只捐赠基金每年在更低的波动水平下，以3%～7%的幅度超越了任何一种资产类别的表现。哈佛和耶鲁在最糟糕的年份也仅分别下跌－2.7%和－0.2%——相比于2002年标普500股票指数－17.99%的下跌以及2008年令人震惊的重挫(估计按日历年统计的回报会更糟)，这点跌幅的确稀松平常。超级捐赠基金的平均回报流主要与股权回报相关，在本国和外国股权投资上均如此(将近0.7)，这当然与它们对类股权投资的偏好相关。捐赠基金回报与其他资产类别的相关性较低。表4.2中的许多资产类别都经历过惨痛的大幅下跌。大多数投资者对上行波动即所谓的下跌的关注程度，不如他们对下行波动率那样重视，因而导致资金亏损。

表4.2　　哈佛与耶鲁捐赠基金与五个主要资产类别的年回报率对比(1985～2008年)　　(单位：%)

	哈佛与耶鲁(平均)	美国股票	外国股票	美国政府债券	房地产	商品
1985	26.30	30.96	23.74	42.35	30.05	－6.58
1986	33.65	35.82	89.60	34.13	7.94	3.79
1987	21.35	25.16	58.73	0.11	8.01	34.99
1988	2.75	－6.91	4.32	5.84	－2.12	12.06
1989	15.05	20.57	9.79	15.07	1.69	36.26
1990	10.30	16.49	3.53	6.11	－11.19	13.42
1991	1.55	7.40	－11.23	10.09	10.46	27.03
1992	12.50	13.41	－0.31	16.59	11.70	6.64
1993	17.00	13.63	20.70	17.65	25.83	－5.92

[1] 当前已有数个住宅与房地产指数开发出来并成为了可投资产品。这些指数或可用作比房地产投资信托(REITs)指数更好的房地产资产类别替代指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	哈佛与耶鲁(平均)	美国股票	外国股票	美国政府债券	房地产	商品
1994	10.90	1.41	17.30	−5.06	6.20	0.35
1995	16.25	26.07	1.95	16.79	4.75	−5.51
1996	25.85	26.00	13.62	2.39	17.60	44.83
1997	23.80	34.70	13.16	8.55	34.27	1.14
1998	19.25	30.16	6.38	14.72	6.39	−22.76
1999	12.20	22.76	7.92	2.33	−10.18	−7.74
2000	36.60	7.25	17.44	4.63	0.74	59.63
2001	3.25	−14.83	−23.32	10.49	25.35	−4.02
2002	0.10	−17.99	−9.22	9.58	17.37	−8.31
2003	10.65	0.25	−6.06	15.03	5.81	24.09
2004	20.25	19.11	32.85	−3.93	26.61	26.19
2005	20.75	6.32	14.13	9.88	30.08	21.22
2006	19.80	8.63	27.07	4.52	16.36	13.42
2007	25.50	20.59	27.47	5.77	10.88	−13.18
2008	6.55	−13.12	−10.15	12.76	−16.55	75.99
年化回报率	15.95	11.98	11.66	9.81	9.94	11.35
波动率	9.75	15.60	23.60	11.00	13.58	24.12
夏普比率(5%)	1.12	0.45	0.28	0.44	0.36	0.26
最佳年份回报率	36.60	35.82	89.60	42.35	34.27	59.62
最差年份回报率	0.10	−17.99	−23.32	−5.06	−11.19	−22.76
与哈佛、耶鲁平均值的相关性(100%)	—	0.70	0.71	0.19	0.25	0.09
最大跌幅	—	−44.73	−47.47	−11.64	−28.24	−48.25

资料来源：耶鲁与哈佛捐赠基金报告；美国股票——标普 500 股票指数；外国股票——摩根士丹利—欧澳远东股票指数(MSCI EAFE)；商品——高盛商品指数(GSCI)；房地产——房地产投资信托(REITs)；美国债券——10 年期美国政府债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最大下跌幅度简单度量了一项投资从峰顶跌落至低谷时的损失。要想说明这个概念，可以假设你以 100 美元/股购买了一家公司股票，在股价最终上涨至 200 美元前，先下滑至 75 美元，在这当中的某个时点，你的下跌幅度即为 25%(从 100 美元到 75 美元)。

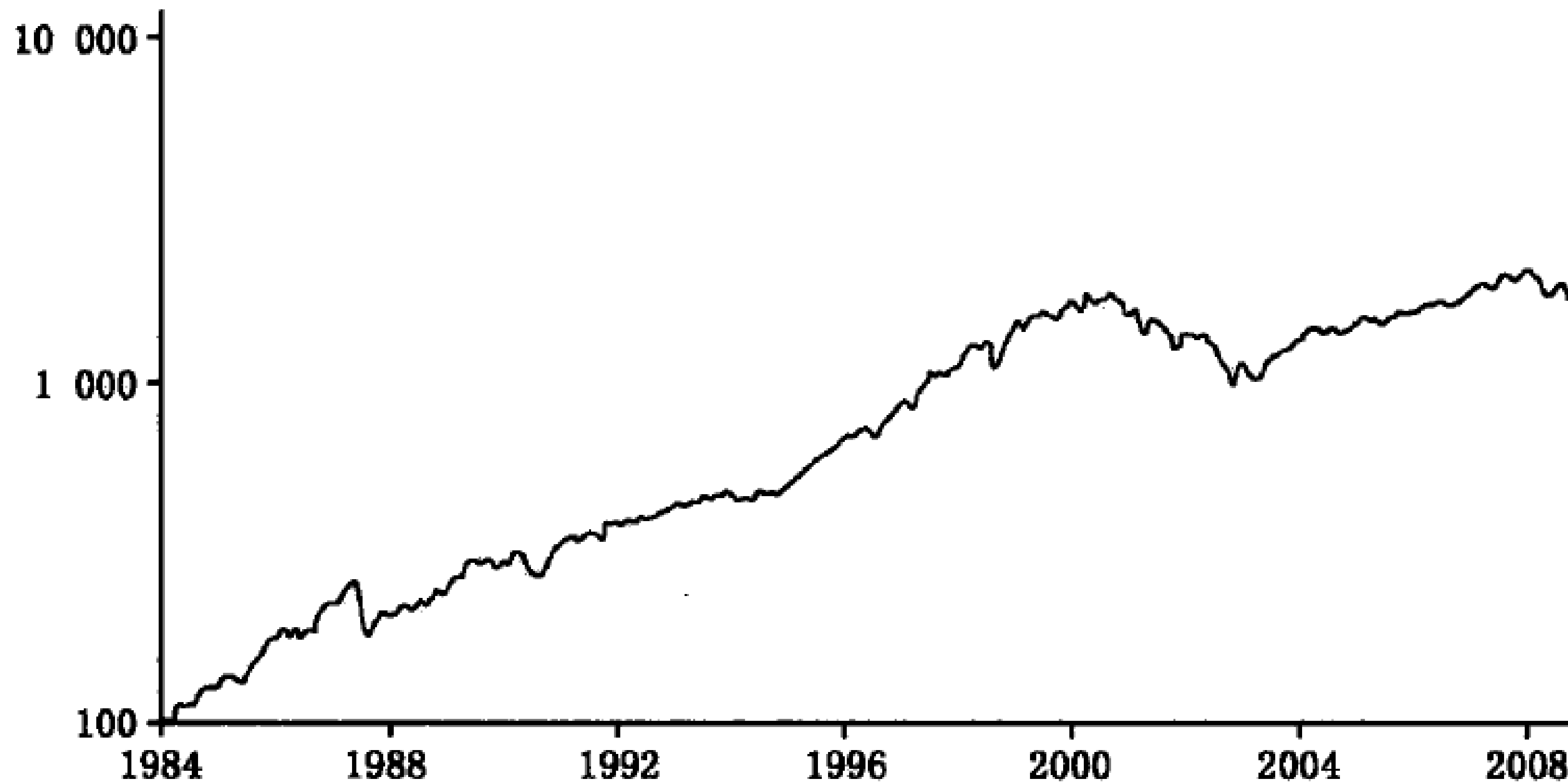


图 4.1　1985～2008 年标普 500 股票指数走势图

图 4.1 是标普 500 股票指数在 1985～2008 年间的走势图，图 4.2 则是同时期各年份的下跌图。虽然这期间有许多幅度介于 5%～10%之间的小型下跌，但令投资者记忆犹新的应该是 2000～2003 年熊市期间跌幅超过 40%的大幅下跌。1987 年的崩盘则是这期间第二大深幅的下跌，但之后市场迅速反弹并很快在两年内创出新高。最近的例证便是 2008 年标普 500 指数遭遇的超过 40%的大幅下跌(图中未显示)。

由于捐赠基金只报告年度回报率，因此要估计这段时间它们的下跌数字会很困难，但 30%的下跌幅度是一个合理估计值。我们将在第 9 章再次讨论下跌问题，并就如何最有效规避它们提出建议。

出于简化考虑，也因为对个人投资者而言，要进入对冲基金和私募股权市场很困难(第 5～6 章将对此进行详细分析)，因此表 4.3 将这些配置移除(同时也包括现金配置)，以确定在没有这些资产配置时("正常化处理")投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

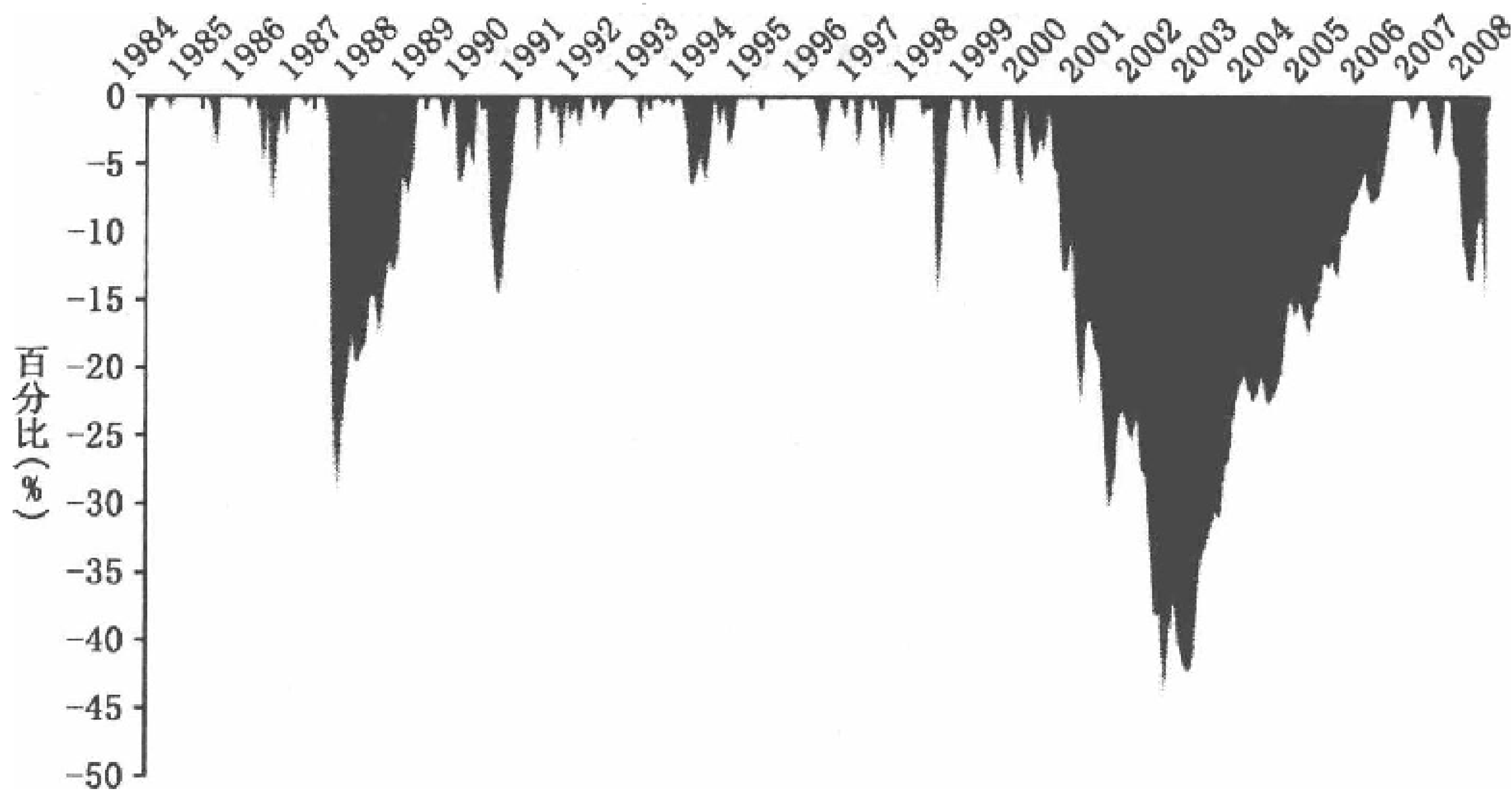


图 4.2　标普 500 股票指数 1984～2008 年的下跌分布

组合的构成状况。

这样的投资组合将给出怎样的历史回报率呢？由于某些资产类别在整个 1985～2008 年间并不存在，于是我们将它们所占百分比纳入上述五个主要资产类别，以获得整个投资组合的历史表现。使用这样的处理方法，我们只是为了获得一个大致的数字，而这些主要资产类别应该可以提供一个比较好的整体描述。

我们将新兴市场股票汇总在发达国家股票之中，因为它们在绝大多数时间内都未以可投资指数的形式存在。同样，财政部通胀保值证券，或者简称 TIPS，直到 1997 年才在美国出现。此后该证券规模很快占到美国国债市场的 15%以上。[1] 财政部通胀保值证券（TIPS）在归类时的确存在一点问题，因为它们属于与其他资产类别没有多少相关性的实物资产，但是合成数据序列显示，它们与商品和债券资产具有最高的相关性（但相关程度仍然低至 0.2～0.3 左右）。

〔1〕 在诸如英国这样有较长证券发行历史的国家，通胀指数化债券占到国家债务总量的近一半左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.3　哈佛耶鲁捐赠基金政策投资组合与标普 500 指数表现对比(1985～2008 年)　(单位:%)

	2007 年哈佛捐赠基金	2007 年耶鲁捐赠基金	平均值	正常化处理后哈佛捐赠基金	正常化处理后耶鲁捐赠基金	平均值
本国股票	12.00	11.00	11.50	15.79	18.97	17.38
外国发达国家股票	12.00	6.00	9.00	15.79	10.34	13.07
外国新兴市场股票	10.00	9.00	9.50	13.16	15.52	14.34
债券	9.00	4.00	6.50	11.74	6.90	9.37
财政部通胀保值证券	7.00	0.00	3.50	9.21	0.00	4.61
房地产	9.00	14.00	11.5	11.84	24.14	17.99
商品	17.00	14.00	15.50	22.37	24.14	23.25
私募股权	11.00	19.00	15.00	—	—	—
对冲基金	18.00	23.00	20.50	—	—	—
现金	−5.00	0.00	−2.50	—	—	—
总和	100	100	100	100	100	100

资料来源:耶鲁与哈佛捐赠基金报告。

于是我们将财政部通胀保值证券(TIPS)并入债券类型,由于 TIPS 在 1997 年之后才出现且仅占据 5%的低权重,因此,并入后对整体投资组合表现的统计数据影响应该不大。表 4.4 中,我们对耶鲁和哈佛的资产配置与我们的简化配置进行了比较。

表 4.4　哈佛与耶鲁捐赠基金的资产配置　(单位:%)

资产类别	简化资产配置	哈佛与耶鲁资产配置
本国股票	20	18
外国股票	30	27
债券	15	14
房地产	15	18
商品	20	23
总和	100	100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于我们希望尽可能地简化，所以我们对表 4.4 中的配置进行了进一步圆整处理(这两个配置的投资表现应该近乎相同)，从而得到表 4.5。

表 4.5　　常青藤投资组合

常青藤投资组合的资产配置	简化比重(%)
本国股票	20
外国股票	20
债券	20
房地产	20
商品	20
总和	100

最终的结果是，五个资产类别各占平均 20%的资产配置。我们将此投资组合称为常青藤投资组合，因为它非常简单，但仍能反映无对冲基金和私募股权配置时顶级捐赠基金的总体资产配置特征。简言之，它们对股票资产、实物资产的配置偏好，是为了更好地进行通胀保值；而对债券进行小规模配置，则是为了防备滞涨风险。(我们稍后会扩展常青藤投资组合，并包含更多细小的资产类别，但此处简化处理的主要目的是为了估算其历史表现。)

表 4.6 显示了五大资产类别均占 20%的投资组合，以及经典的 60%股票—40%债券分割投资组合的回报率。这两个投资组合均按年度进行了再调整。

表 4.6　　哈佛与耶鲁捐赠基金与两个简化投资组合的回报对比(1985～2008 年)，各财年截至 6 月 30 日　　(单位：%)

	哈佛与耶鲁捐赠基金(平均值)	60%股票、40%债券	常青藤投资组合
1985	26.30	35.52	24.10
1986	33.65	35.14	34.25
1987	32.35	15.14	25.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	哈佛与耶鲁捐赠基金(平均值)	60%股票、40%债券	常青藤投资组合
1988	2.75	−1.81	2.64
1989	15.05	18.37	16.68
1990	10.30	12.34	5.67
1991	1.55	8.47	8.75
1992	12.30	14.68	9.61
1993	17.00	15.24	14.38
1994	10.90	−1.18	4.04
1995	16.25	22.36	8.81
1996	25.85	16.56	20.89
1997	23.80	24.24	18.37
1998	19.25	23.99	6.98
1999	12.20	14.59	3.02
2000	36.60	6.20	17.93
2001	3.25	−4.70	−1.27
2002	0.10	−6.96	−1.71
2003	10.65	6.16	7.83
2004	20.25	9.89	20.17
2005	20.75	7.75	16.33
2006	19.80	3.37	12.19
2007	25.50	14.66	10.31
2008	6.55	−2.76	9.79
年化回报率	15.95	11.42	11.97
波动率	9.75	11.40	8.85
夏普比率(5%)	1.12	0.56	0.79
最佳回报年份	36.60	35.52	34.25
最差回报年份	0.10	−6.96	−1.71
与哈佛、耶鲁的相关性(100%)	—	0.65	0.80

资料来源：各年哈佛与耶鲁捐赠基金年度报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上述表格我们可以看到，60/40 股票债券分割投资组合与常青藤投资组合及两家顶级捐赠基金的回报率具有相当高的相关性。这一结果具有合理性，因为它们都包含了大量股权风险。

常青藤投资组合比 60/40 股票债券组合具有更高的风险调整后回报率，并且与顶级捐赠基金的相关性更高，这可能要归因于它在实物资产上的配置。在相似波动水平下，顶级捐赠基金以每年高于 4%的幅度在回报上超越被动投资组合。（而在过去 10 年里，捐赠基金的回报优势已接近每年 8%的水平。）该超额回报中的很大一部分来自捐赠基金在私募股权投资组合上的资产配置。这一结果可以看成是，捐赠基金在私募股权上的投资，人为地抹平了整个投资组合的波动水平（私募股权投资能以较低频率接受市场价格波动的影响），但是相关结果应该非常相似。

对于无法进行另类投资而只能构建被动投资组合的投资者而言，预期获得回报率与波动率比值为 1∶1 的投资结果（或者再好点）可能也是上佳表现。这的确不坏！常青藤投资组合即便是战胜了耶鲁政策投资组合的目标表现，但后者也只不过是将其投资目标设定在 12%波动水平下获得 10%的回报率。

能像捐赠基金那样投资，将产生平衡良好的投资组合，特别是从基于风险调整后的角度来看。那么，这到底是什么意思？

风险调整后回报

夏普比率是度量一项投资的风险调整后回报水平的指标。虽然有多种方法可以度量风险，但夏普比率采用的是投资波动率。该比率最早由斯坦福大学教授威廉·夏普（William Sharpe）创立，可以简单地用投资回报（R）减去以美国短期国债形式持有的现金（或者称为无风险利率，Rf），再除以投资波动率（σ）即可得到投资的夏普比率。现金的夏普比率为 0。

$$S=(R-Rf)/\sigma$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于夏普比率的一个经验法则是，长期来看，所有资产类别的夏普比率都大致介于0.2～0.3之间。一项"虚拟"60/40分割的股票/债券资产配置的夏普比率在0.4左右。常青藤投资组合的夏普比率大约是0.6。但是，从较短的时间来看，这些数值在所有场合都会出现较大波动。在1900～2008年间，标普500股票指数的夏普比率每10年的变动范围是从－0.08(20世纪70年代)到1.4(20世纪50年代)。

夏普比率存在的一个问题是，它可能对上行波动不利。投资者喜欢上行的波动(可以赚钱)，但不喜欢下行的波动(造成亏损)。表4.7显示了由雷切尔和威廉·T. 津巴(Rachel and William T. Ziemba)所著的《风险管理场景与全球投资策略》一书中所给出的各种回报率。该表包含了数个历史上最著名且最成功的投资者。

表4.7　著名投资者的回报率(1986～1999年)

1986～1999年	温莎	伯克希尔	量子	老虎	福特
回报率(%)	13.83	24.99	21.94	17.54	14.43
夏普比率	0.62	0.64	1.02	1.06	0.96
1986～1999年	哈佛	标普500	美国国债	美国短期国债	美国通胀率
回报率(%)	15.17	18.04	7.78	5.39	3.13
夏普比率	1.15	0.98	0.36	0.00	－1.67

资料来源：*Scenarios for Risk Management and Global Investment Strategies* by William T. Ziemba. Published by John Wiley & Sons, 2008.

先锋温莎基金(Vanguard Windsor Fund)——约翰·内夫(John Neff)掌管了30年的、在所有共同基金中一般都位列前5%的基金。

伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)——过去40年里沃伦·巴菲特的集团控股公司每年都带来超过20%的回报。

量子基金(Quantum Fund)——乔治·索罗斯(George Soros)与吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)共同管理的基金，在20世纪70年代年回报率超过40%。1969～2001年期间每年收益超过30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老虎资产管理公司(Tiger Management)——由朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)执掌。

福特基金(The Ford Foundation)——业绩顶尖的基金之一。

关于该表格的第一个发现是,这一时段内的股票市场回报是如此出色,并将标普 500 股票指数的夏普比率放大至 20 世纪的最高水平之一。第二个发现是,这些成功资产管理人中的不少人在赚取利润的同时,也受到上行波动率的不利影响。

要想全面理解资产管理人的表现,投资者应该使用某些替代标尺来评价他们,但出于避免复杂化的考虑(也因为多数投资者比较熟悉夏普比率),我们在全书中都使用夏普比率。许多替代标尺包括:

- **索尔蒂诺比率(Sortino Ratio)**:分母中仅使用负资产回报的波动率[类似于津巴(Ziemba)的下行对称夏普比率]。
- **斯特林比率(Sterling Ratio)**:分母中使用平均最大下跌幅度。
- **MAR(或者卡尔马比率)比率(MAR or Calmar Ratio)**:分母中使用最大下跌幅度。
- **溃败指数(Ulcer Index)**:度量下跌的时间跨度和严重性(我们最偏好使用的指标)。

平均回报率与波动率能告诉你很多信息,但是如果你想对此进行更深入的了解,就应该去考查回报分布、偏态以及峰度的第三阶矩和第四阶矩了。诸如期权卖出等非线性策略在它们难以为继前[而此时经常就会发生巨额或者完全的崩盘,正如那个长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)的丑陋结局一样],都曾一度展现出令人难以置信的稳定的上佳表现,而这也会人为地放大夏普比率。

常青藤投资组合则不同,它属于经过良好多样化配置的"全天候"投资组合,并且能够在不同经济环境下应付自如。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照我说的做

我们从哈佛与耶鲁捐赠基金的年报中获得了常青藤投资组合，那么为什么不将此配置与捐赠基金经理们在其个人著作中推荐的配置进行一下对比呢？那就让我们看看在“照我做的做”和“照我说的做”之间是否有什么不同吧。

穆罕默德·埃尔—埃里安(《市场撞击时》)与大卫·斯文森(《非传统制胜》)在他们的著作中，都向个人投资者推荐了一些投资组合。表 4.8 是埃尔—埃里安推荐的投资组合。

表 4.8　　埃尔—埃里安的配置

	配置(%)
美国股票	15
外国发达国家股票	15
新兴市场股票	12
私募股权	7
美国政府债券	5
国际债券	9
房地产	6
商品	11
财政部通胀保值证券	5
基础设施	5
特别机会	8

该投资组合预期能在 8%～12%的波动水平下，获得 5%～7%的通胀调整后回报率。这组数字与常青藤组合的历史回报率以及耶鲁政策投资组合的预期回报率保持一致。埃尔—埃里安将特别机会定义为，“具有吸引力但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不良好契合目前我所覆盖的资产类别的投资机会……它们通常与两类活动相关:有某个长期假设支持但仍未获得广泛认可的新的更长期活动;以及因为涉及显著超调的严重资产错配而具体化的更短期活动”。埃尔—埃里安有一个些许更复杂的投资组合,但是为了进行公平的比较,我们将私募股权配置、特别情势配置移除,并且将 5%的基础设施配置累加到房地产配置中。(鉴于经过上述处置的投资组合因为某些零缺原因总和只有 98%,于是我们将缺失的 2%都配置到现金上。)表 4.9 显示了前述两种配置与哈佛与耶鲁捐赠基金配置的对比。

表 4.9 **无另类资产的各种配置** (单位:%)

	哈佛与耶鲁捐赠基金(均值)	埃尔—埃里安配置(无另类资产)	斯文森配置(无另类资产)
本国股票	17.29	18.07	30.00
外国发达国家股票	13.53	18.07	15.00
外国新兴市场股票	14.29	14.46	5.00
美国债券	6.77	6.02	15.00
国际债券	2.26	10.84	—
财政部通胀保值证券	5.26	6.02	15.00
房地产	17.29	13.25	20.00
商品	23.31	13.25	—
总和	100.00	100.00	100.00

埃尔—埃里安的组合已经非常接近捐赠基金的资产配置了,尽管他在外国债券上配置较多而在房地产和商品上配置较少(这可能受到他曾在太平洋投资管理公司管理外国债券的专业知识的影响)。斯文森的组合有点异常,他配置了更多的美国股票,但令人好奇的是,他在配置更多美国债券的同时却没有任何商品配置。斯文森在其两本著作中均未推荐商品配置,这的确有点奇怪,当然他可能认为美国财政部通胀保值证券比商品能更好地实现通胀保值。斯文森将于 2009 年出版其修订过的《创领投资组合管理》,希望他这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次能在该书中讨论商品投资问题。

财政部通胀保值证券能对通胀和非预期通胀起到良好的对冲作用，相比于具有类似到期时间的财政部债券，它们拥有较低的固定息票利率。但是，财政部通胀保值证券的债券本金数额每6个月会基于消费者价格指数(CPI)——通胀替代指数——的变动而向上调整。如果美国经济出现通缩，其本金数额在到期时也不会跌落到面值以下。财政部通胀保值证券最好在税收免除账户之下持有，因为其票息与本金增长属于应税收入。

如果进一步简化这些配置，并将财政部通胀保值证券(TIPS)与实物资产汇总在一起(正如此前曾提及的，这里存在问题)，然后对新配置进行圆整处理，就可以获得四类非常相似的资产配置方式，如表4.10所示。

这些投资组合与绝大多数个人投资者投资组合的最大区别在于，捐赠基金经理们在实物资产上都进行了显著配置。为什么捐赠基金在实物资产上押注如此之大的筹码呢?

表4.10　不包含另类资产的各种资产配置　(单位:%)

	哈佛与耶鲁(平均)	常青藤	埃尔—埃里安	斯文森
股票	50	40	50	50
债券	10	20	20	15
实物资产	40	40	30	35
总和	100	100	100	100

通胀是敌人

回想一下，捐赠基金最大的敌人就是通货膨胀。表4.11显示了利率上升和高通胀(1972～1981年)以及利率下降和低通胀(1982～2007年)两个不同阶段的各资产类别的回报率。正如你所看到的，商品在通胀环境下表现更佳，因此可以在此类时段提供对冲效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.11　高、低通胀两个时段里资产类别的回报率(1972～2007 年)　(单位:%)

	美国股票	外国股票	美国债券	商品	房地产	通胀率
高通胀	8.46	12.54	3.27	19.16	11.16	8.70
低通胀	14.11	14.24	10.84	12.65	12.83	3.15

在低通胀和利率回落期间,利率、股票、外国股票、债券以及房地产投资信托(REITs)都表现较好,直觉上讲这很合理,因为它们都属于资本资产。投资者通过资本成本对其当前和预期未来现金流进行贴现,从而获得股票和债券的价值。对股票而言,上述现金流是当前和未来收益;对债券而言,上述现金流则是未来票息和本金的支付数额。在低通胀时期内,当然也伴随着低利率,资本成本也低,对投资者而言,这意味着更高的现金流,因此他们愿意支付更高的估值。(注:在美国历史上的大部分时间里,美元都处于稀有金属汇率状态下,因此基本上没有什么通胀发生。)

商品指数的历史回报在相似波动水平上与股票回报保持一致,但由于商品属于实物资产(即玉米、黄金、石油),因此与股票和债券的回报来源不同。有些商品是可以消费的(大豆),有些是作为经济投入而使用的(铜),而有些则作为价值储值工具而存在(黄金)。与公司和债券持有人的现金流会遭到通胀侵蚀不同,商品可以从通胀阶段的高价格中获益。

许多投资者在慢慢适应将部分投资组合配置到商品上的理念时,的确经历了比较痛苦的时段。这一行为的确颇具讽刺意味,因为绝大多数投资者在日常生活中同商品打的交道要远甚于同股票与债券打的交道。

对商品在投资组合中功能的最好评论是,由伊博森联合公司(Ibbotson Associates)(受太平洋投资管理公司的委托)完成的题为“战略资产配置与商品”的白皮书。和通常一样,我们会将此报告(以及其他很多重要的关于商品研究的报告)的链接放在《常青藤投资组合》一书的网站上。在投资组合中到底要配置多少商品?伊博森的研究表明,需要一个显著的数量。

太平洋投资管理公司的鲍勃·格瑞尔(Bob Greer)建议:“伊博森使用三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种不同的方法来预测未来商品的回报率：资本资产定价模型(CAPM)、搭积木法以及这两种方法的合并使用。根据使用方法的不同，商品的最优配置也有变化。在10%的标准差水平下——类似于60%股票—40%债券的标准投资组合下的中等风险水平——商品最优配置的变动范围从使用资本资产定价模型的22%到使用搭积木法得到的高达28.9%。即便是在保守的5%风险水平下，商品的最优配置也相对较高，变动范围大约为9%～14%。无论在预测未来商品回报上使用何种模型，基于夏普比率来看，在机会集合中包含商品的投资组合也比排除商品的投资组合更具效率”[太平洋投资管理公司(PIMCO)网站]。

浏览我们的世界贝塔值(World Beta)[1]博客的读者，都知晓我们是支持对商品进行投资的，埃尔—埃里安也如此推荐："商品也可以充当不错的投资多样化工具，它们可以对源自中东的地缘政治冲击提供某种下行保护。好的投资思路是购买一家多样化商品共同基金或者ETF(交易所开放型基金)"(《财富》,2007)。

有管理期货策略(managed futures)[至少那些趋势跟随型的，它们占到商品期货交易顾问(Commodity Trading Advisors)基金或者CTAs的绝大部分]也不过是针对某个资产类别的战术多/空策略，恰巧该资产类别是商品(有时是包括利率和金融衍生品的其他期货合约)。不要感到困惑；我们将在第7章就此话题展开讨论。

至此，我们已经对捐赠基金如何投资，以及它们如何评论投资进行了一番回顾，那么我们的投资者如何在个人投资组合中实施他们的推荐呢？

通过指数化构建全天候政策投资组合

在2004年《商业周刊》的一次访谈中，杰克・梅尔对个人投资者给出了

[1] www.mebanefaber.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下建议："第一，做多样化投资。构建一个覆盖多种资产类别的投资组合。第二，应该将你的交易费率控制得低一点。意思是，应该规避那些大肆广告但费率高昂的基金，而选择低成本的指数基金。最后，坚持长期投资。投资者应该持有指数基金以保持低费率和低税率"(西蒙德，2004)。

简言之，多样化投资，规避高费率与税收，指数化，并且要有长期投资视野。本节将详细分析，如何在常青藤投资组合的配置基础上构造政策投资组合。

我们已经通过对各种非相关资产类别进行投资来解决投资多样化问题。以指数化方法规避费用，是进行某项资产类别投资或者获取被动贝塔值的最简单、最好的途径。指数化使得投资者可以零交易费用或者咨询费用、低换手且高税负效率的方式掌握整个市场。也正是为了应对 20 世纪 70 年代受费率困扰的主动投资经理人的孱弱业绩，第一批指数基金才率先启动。[1]

能战胜基准指数的主动基金所占比例的确相当微小。大卫·斯文森也认可这一观点。"只有微小的 4%的基金能取得战胜市场的税后业绩，并且(年)获利边际也只是微不足道的 0.6%。未达到或未战胜先锋 500 指数基金的 96%基金，每年都在以 4.8%的财富流失边际遭受亏损"(博格尔，2007)。

为什么战胜指数如此艰难？其中有多个原因，但我们下面要审视的是并未经常提及(或者研究)的一个原因。人们通常认定个股的长期表现遵循某个正态分布。但事实并非如此。[2] 每个微软之下有成千上万家低于平均水平的软件公司。每个埃克森之下有成千上万家低于平均水平的石油、天然气公司。每个富国银行之下也有成千上万家低于平均水平的金融服务公司。资本主义造就的只是一小撮"巨无霸"公司，而绝大多数公司的表现低于平均水平，甚至许多公司都是彻底失败者。

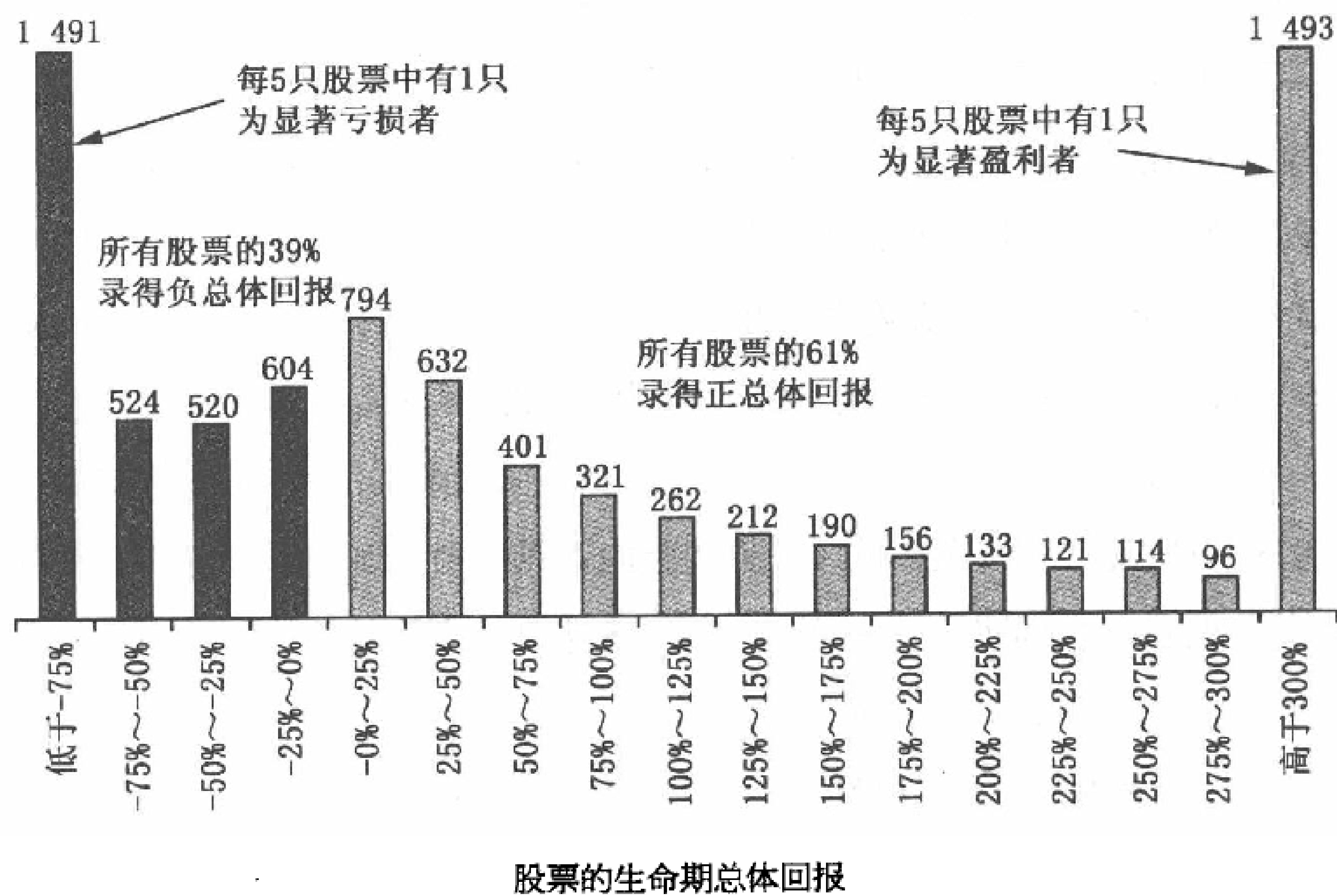
---

[1] 如果您并不认同指数化的重要性，请参阅由先锋投资管理公司创始人杰克·博格尔(Jack Bogle)撰写的《常识投资迷你宝典》。博格尔估算股权共同基金每年的总费用大概在 3%～3.5%之间[费率(1.5%)+投资组合换手(1%)+销售费用(1%)]。再加上个人投资者不太高明的时间选择，他们在过去 25 年里，每年的投资表现要比指数低 5%！

[2] 在纳西姆·塔勒布(Nassim Taleb)所著的《黑天鹅》一书中有大量关于此问题的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要说明为什么指数难以战胜，可以参见来自黑星基金（Blackstar Fund）[1]的埃里克·克里腾登（Eric Crittenden）和科尔·威尔考克斯（Cole Wilcox）所提供的图 4.3，他们对 1983 年以来罗素 3000 指数覆盖的所有股票进行了研究。罗素 3000 指数描绘了美国规模最大的3 000家上市公司的表现，它们几乎代表了可投资美国股票市场的 98%份额。



资料来源：黑星基金。

图 4.3 美国股票的总体回报（1983～2008 年）

其中，40%的股票在其整个生命期内给出的是负回报；20%的股票在此期间几乎损失了其全部价值；仅有略高于 10%的股票取得了超过 500%的巨大收益。

埃里克·克里腾登，这位黑星公司的投资组合经理评述道："我们对这一发现的理解可以归结为如下观点，即股票市场仅仅是我们每日所见商业世界

〔1〕 他们的研究成果，包括那篇题为"趋势跟随在股票市场依然有效吗？"的著名白皮书，都可在该基金的网站（www.blackstar.com）上找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个延伸而已。只有极少数经营体可以良性运作并受到成功理念的青睐。某些经营体可以适度盈利。许多经营体终日为盈亏平衡奔忙，而大多数沦为失败者。对我们而言，80/20 规则同样适用于股票市场：80%的股市盈利只是 20%上市股票的使命。"

请注意，这一时间周期包含了美国历史上最大的牛市之一。

将股票与其对应的标的指数进行比较会如何呢？图 4.4 即为个股年化回报率与罗素 3000 指数年化回报率的对比图。该图显示了将个股上市周期内的年化回报率减去罗素 3000 年化回报率后的结果。

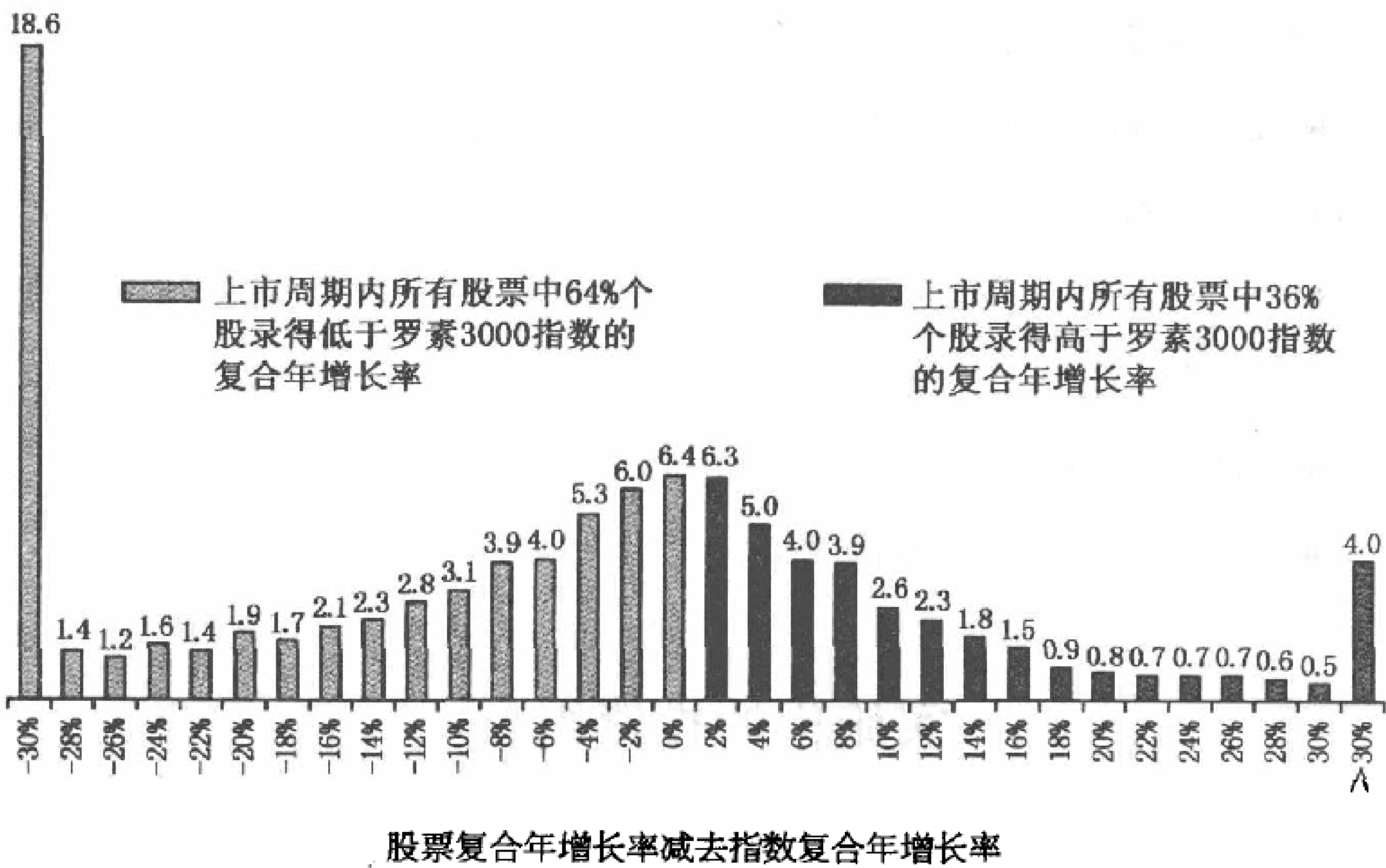


图 4.4　个股与罗素 3000 指数的相对复合年增长率对比

由上图可以看到，所有股票中 64%的个股在整个上市期间内的表现都弱于罗素 3000 指数，其余 36%的个股表现则强于该指数。如果多数股票表现弱于其作为成分股的所在指数，则只有相对少数的股票获得了所有股票收益的绝大部分。

我们可以从上述研究中获得更多结论，其中首先要提及的是动量效能。可能有更多学术文献将动量效率视为比任何其他因素都更多影响着股票和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产类别回报的因素。金融领域中最著名的模型之一——法玛—弗伦奇因素模型(Fama French factor model)——将动量归结为未来回报水平的最可预测因素。我们将在第 7 章讨论这个主题,并且附录 A 也就相关文献给出了简要综述。[1]

最后,对下列观点谙熟于心非常重要:

- 资本主义是一个动态过程,其中有许多经营体会失败。
- 观察所有股票的长期总体回报,可以发现这是一个严重非正态的分布,其中存在少数的巨额获利股,大多数股票的收益低于平均回报水平,也有相当数量的股票是投资者彻底亏损的根源。
- 如果你打算选股,则必须认识到选择一只盈利股票的盲目机会要比指数阻碍你的程度更加精准。
- 近一半数量的股票在其整个交易周期里只能提供负回报率,5 只股票中有 1 只损失了其几乎全部价值。
- 指数化是确保你能持有最大盈利股票的最佳途径。
- 股市中动量的确在发挥作用。

实施你的投资组合

目前我们已经讨论了指数化是如何有效工作的,那么个人投资者应该如何实施其投资组合呢?我们并不确定应使用何种投资结构——可以采用共同基金、交易所开放型指数基金(ETFs)、互换工具或者期货。基于个人或者机构的不同,不同的投资组合结构会更具合理性。多数情况下,一个由低成本、低费率、高税负效率的 ETF 或者共同基金组成的简单投资组合就很不错。

表 4.12 给出了一个包括 ETFs(尽管某些出自先锋或者富达基金管理公

---

〔1〕 迈克·卡尔(Mike Carr)在其近作《任何经济体内的更敏锐投资:相对强势投资的确定指南》中,提供了有关动量文献的不错附录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的低成本指数基金也能产生同样效果)的政策投资组合样本。这个例子是一个年费率在 0.3%左右的相当不错的投资组合。希望能够有更多商品指数产品可以进入市场,并对交易费率结构施加下行压力。

表 4.12　　使用 ETFs 的常青藤投资组合样本　　(单位:%)

	哈佛与耶鲁平均	常青藤投资组合	ETF	费用比率
本国股票	18	20	VTI	0.07
外国股票	27	20	VEU	0.25
债券	14	20	BND	0.11
房地产	18	20	VNQ	0.12
商品	23	20	DBC	0.83
总和	100	100	—	0.31

表 4.13 显示了将资产配置稍微扩展至 10 个资产类别的投资组合,其中包括小盘股股票、新兴市场股票、财政部通胀保值证券(TIPS),以及外国房地产。

如果您希望将资产配置进一步扩展至 20 个资产类别,您可以加入微盘股股票、外国小盘股、外国债券、基础设施以及森林资产,参见表 4.14。

表 4.13　　使用 ETFs 并包括 10 个资产类别的常青藤投资组合样本

	常青藤投资组合(%)	ETFs
本国大盘股	10	VTI
本国小盘股	10	VB
外国发达国家股票	10	VEU
外国新兴市场股票	10	VWO
本国债券	10	BND
财政部通胀保值证券(TIPS)	10	TIP
房地产	10	VNQ
外国房地产	10	RWX
商品	10	DBC
商品	10	GSG
总和	100	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们已经努力阐释了使用 ETFs 并提升各资产类别细分度的常青藤投资组合。我们假定某些读者偏好简单的投资组合,而其他人可能会选择深挖组合潜力并使用额外的资产类别。尽管上述投资组合都具有共同百分比配置,一名个人投资者或许希望调整这些配置以适应其个人情况。那些具有价值偏好的投资者也可以将某些普通基金转投至价值基金,比如举个例子,具有较低风险承受能力的个人或者临近退休的雇员可能会在固定收益证券上实施更高的配置。

表 4.14　使用 ETFs 并包括 20 个资产类别的常青藤投资组合样本

	常青藤投资组合(%)	ETFs
本国大盘股	5	VTI
本国中盘股	5	VO
本国小盘股	5	VB
本国微盘股	5	IWC
外国发达国家股票	5	VEU
外国新兴市场股票	5	VWO
外国发达国家小盘股	5	GWX
外国新兴市场小盘股	5	EWX
本国债券	5	BND
财政部通胀保值证券(TIPS)	5	TIP
外国债券	5	BWX
新兴市场债券	5	ESD
房地产	5	VNQ
外国房地产	5	RWX
基础设施	5	IGF
森林资产	5	TREE. L
商品	5	DBA
商品	5	DBE
商品	5	DBB
商品	5	DBP
总和	100	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再平衡你的投资组合

通过指数化方法，我们已经解决了投资多样化、费率和税负效率问题，但对于投资纪律和再平衡应该如何处理呢？大卫·斯文森，这位几乎每天都会将资产配置再平衡至政策投资组合水平的经理人，在其《创领投资组合管理》一书中提供了个人思想："有太多投资者花费了太多时间和精力来构建他们的政策投资组合，而这些努力也只不过是让他们辛苦建立的资产配置在市场反复无常中随波逐流……缺乏维持政策目标的严格纪律，受托人无法实现机构投资组合的预期回报特征。"

表 4.15 是对采用不同再平衡周期的捐赠基金资产配置进行建模而得到的关于买入—持有政策投资组合表现的图表。正如您所看到的，各种情况下的投资组合表现和风险数值都相当类似。但是，某些时候进行再平衡明显比让资产组合随市场波动更具优势。一次简单的再平衡能将夏普比率提升 0.1～0.2。

表 4.15　　再平衡的效果(1985～2008 年)

	无再平衡的常青藤投资组合	每月再平衡的常青藤投资组合	每年再平衡的常青藤投资组合	5 年再平衡的常青藤投资组合
年化回报率(%)	11.03	11.76	11.97	12.05
波动率(%)	9.97	8.51	8.85	8.94
夏普比率(5%)	0.62	0.79	0.79	0.79
最佳年份回报(%)	35.49	32.00	34.25	35.49
最差年份回报(%)	−8.32	−1.84	−1.71	−2.24
与哈佛、耶鲁捐赠基金的相关性	0.82	0.79	0.80	0.82

虽然像耶鲁这样的税收免除资产管理人可以每月(甚至每天)进行再平衡，但对个人投资者而言，这样做是不可思议的。在应税账户下，应根据资金流入、流出以及某些派发行为安排投资组合再平衡的时间。想要购买一辆新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

车？那么就从升值幅度最大的资产类别上提取资金。追加一点现金投资？那么将其投资到低于目标水平最远的配置上。在避税账户下每年确定一个时点对投资组合进行审查，然后在其价值偏离目标水平时进行再平衡。

另一个减少税收的潜在技巧是税负收割(tax harvesting)。通常情况下，一名投资者不能在一只股票/ETF 上亏损后，立即将收益再投资于同一只股票。美国国内税务署(IRS)设置的洗售规则(wash rule)要求，上述再投资必须等到 30 天之后进行。但是，该规则并未对再投资于高度相关但属于不同指数的行为作出任何限制。

如果某项资产类别面临巨大亏损，投资者可以售出该 ETF 并买入其他相似的 ETF，只要它是基于另一个指数的。进行诸如 SPY 和 VTI 这样高度相关的 ETF 的切换就是一个例子。《财富经理杂志》2008 年 3 月的一篇文章，即估计投资者采用此方法可以节省 0.5%～1.5%的费用。(理财咨询师们可能会使用这个简单的税务策略来说明其所收全部费用的合理性。)总之，在执行该策略前咨询下您的客户经理。表 4.16 即为一个基于不同指数的可轻松替代的 ETF 例子。

表 4.16　　替代 ETF 投资组合样本

	ETFs	替代 ETFs
本国股票	SPY	VTI
外国股票	EFA	VEU
债券	AGG	BND
房地产	ITR	VNQ
商品	DBC	RJI

许多投资者可以在全天候政策投资组合面前停下脚步了。实际上，斯文森也同意这个思路，他曾建议个人投资者应该避开市场时间选择和证券选择。话虽如此，但斯文森的超越投资表现却大多源于另类资产、市场择时以及证券选择，而这些内容是本书第二部分和第三部分将要探讨的领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章小结

- 相比于任何单个资产类别,超级捐赠基金平均每年有高出 4%~6% 的回报。
- 投资者可以利用流动性指数,复制超级捐赠基金的资产类别组合(不包括另类资产)。
- 投资者可以使用无费率共同基金或者 ETF,来构建一个全天候的政策投资组合。
- 常青藤投资组合可以由任意数量的 ETF 来构建,我们提供了包含 5~20个资产类别的投资组合样本。
- 虽然具体百分比可以根据个人情况来进行调整,但关键是要与捐赠基金在股票、债券、实物资产上的配置保持一致。
- 多样化的、被动的、指数化的方法可以实现好的投资结果,但在相似波动水平下仍可能落后于超级捐赠基金每年近 4%的回报水平。
- 具有再平衡的投资纪律是重要的。税负收割可能改善投资组合的税收效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

另类资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章　私募股权

你不会想只做到一般;那样有些不值得,而且于事无补。事实上,只做到一般会比市场整体表现要差。但问题是:"你如何做得到靠前的四分之一呢?"如果你不能做到,这也不会影响优化师们讨论资产配置问题。

——艾伦·巴菲尔德博士,MIT 捐赠基金首席投资官

《基金与捐赠基金投资》

首先,是一个好消息。投资于私募股权可以带来巨大回报。关于这个问题,可以去请教安德烈斯(安迪)·冯·贝切托尔舍因(Andreas von Bechtolsheim)。安迪是一名连续创业者(他与别人共同创立了太阳微系统公司),但是给他带来最大声名的是其对谷歌的早期投资。1998 年,据报道,安迪向谷歌创始人谢尔盖·布林(Sergey Brin)和拉里·佩奇(Larry Page)直接递交了一张 20 万美元的支票以创建谷歌公司——这个当时还不存在的公司——甚至连支票账户都没有。10 年后,安迪在谷歌的股份价值 20 亿美元(按上述数字计算,这笔投资的复合年回报率为 150%)。

现在,说一个坏消息。私募股权领域的多数回报由顶级基金[也称为黄金圈(Golden Circle)]生成。这些资产类别对个人投资者来说要想进入非常困难,而且那些精英基金通常只向机构投资人开放。如果你不够资格(按照现在的定义是,净资产达到 100 万美元,或者年收入达到 20 万美元,或者与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配偶的合并收入为30万美元)，则不可能获得此类基金的投资权。此类基金的投资载体通常是不具流动性的合伙制，并且有长达10年或者更高的年限，此外有关投资组合公司的破产率也较高。上述限制对于捐赠基金来说不是什么问题，因为他们都管理着巨量资产并且有长期投资的基本构架，但对个人投资者而言却是最主要的投资壁垒。

那么还值得对它下工夫吗？对绝大多数个人投资者而言，回答是非常响亮的“不”。对于可投资资产超过5 000万美元的投资者，您可以找到介绍如何建立私募股权投资组合的更好的书籍。而对于那些仅想对此有进一步了解的投资者，本章会将私募股权视为一项资产类别并分析其好处与弊端，同时讨论私募股权为何对小投资者而言并不是一个好的选择，最后会以评价适合个人投资者的公开上市选择品种的方式进行总结。

何为私募股权？

自20世纪50年代开始，私募股权就已存在于美国了，但它真正开始繁荣，却始于1978年美国劳工部颁布审慎人准则之后(这使得机构投资于私募股权变得更加便捷)。其结果是，在最近20年里，私募股权经历了爆炸式发展，并从当时1 000亿美元的资金规模发展到今天的超过1万亿美元。而这一发展趋势的主要推动力则来自基金、捐赠基金以及养老金基金等常以惊人回报故事占据新闻头条的资金。

私募股权公司通常包括两个主要的类型——风险投资公司和收购公司。

风险投资公司能将修车库里的工程师形象变戏法似的变成新技术，或者从一所大学缔造出一家新生物技术公司。典型地，寻找风险资本的公司通常都很年轻，也不怎么赚钱，而且距离公开上市都有数年时间。

收购则牵涉更成熟行业的数家大公司，而且交易中经常包含债务问题。相关公司可以是上市公司或者私人公司，并且收购方通常在公司中掌握控股地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资于私募股权基金的典型方式如下。首先，一名投资人(称为有限合伙人或者 LP)将资金委托给由一家普通合伙人(GP)运作的私募股权基金。然后，该普通合伙人开始寻找投资机会，当他找到一个机会后，便发出资本募集请求并获得上述有限合伙人的注资。即使你委托了 100 万美元，但在数年的投资周期内你可能要数次以不同金额填写投资支票。当一项投资变现后(比如完成了首次公开募股或者说 IPO)，上述普通合伙人即向各位有限合伙人分配投资收益。一般来说，私募股权基金有 10 年左右的生命期，但也可能延展至 14 年。

由于私募股权基金的资金注入和退出时间是不规律的，而且在基金运作初始也不能确定，这使得个人投资者参与此类基金投资相对困难。为分散其投资起始日期，投资者需要在多个年份里(可能是连续 4 年里的每个年份)委托资金。

历史回报与基准化

基准化私募股权本身就是一件令人头疼的事情。私募股权回报的问题是，其年回报率并不代表什么，而且只有在某个 10 年后，当所有投资变现或者分配后才能以事后观点来判断其回报率。在私募股权启动并将资金投资后，其回报率为负，这一现象通常称为 J 曲线。

衡量私募股权基金回报的最常用方法是基于收获年份(基金成立年份)的内部收益率法(IRR)。该方法使得投资者可以对同一年份成立的所有私募股权基金进行比较。虽然这是对私募股权基金进行相互比较的最佳方法，但也只能在其成立后的事后年份进行。

另一种报告私募股权业绩的方法是时间加权回报率，在将私募股权整体上视为一种资产类别时，该方法使用起来稍微容易些。此类指数无论其成立年限而将所有基金汇集到一个数据库后每季度发布一次。

虽然上述方法听起来非常不同，但长期来看它们在回报率上给出的结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当接近。

私募股权基准指数的发布者主要有两家:剑桥联合咨询公司和汤姆森风险投资经济学公司(Thomson Venture Economics)。两家机构提供相似的回报数据并且高度相关,此处出于讨论的目的,我们使用剑桥联合咨询公司的指数。

- 剑桥联合咨询有限责任公司美国风险资本指数是基于代表 1981～2007 年间,美国风险资本经理所筹集总资金中超过 80%部分的回报数据得出的。

- 剑桥联合咨询有限责任公司美国私募股权指数是基于代表 1986～2007 年间,美国杠杆收购、次级债以及特殊情况经理所筹集总资金中超过 70%部分的 600 余家基金的回报数据得出的。

上述指数均不包含基金的年度管理费用和表现费(也称为附带权益)。典型地,这两项费用分别为 2%和 20%。表 5.1 展示了上述两个指数在截至每年 1 月 31 日的日历年里与常青藤投资组合、标普 500、NASDAQ 综合指数的比较(2008 年的数据目前还不能得到)。

单从这些数字来看,好像风险资本与收购类别的指数回报率均高于标普 500 指数,尽管风险资本回报的波动性要高。同时,风险资本与收购指数的回报与 NASDAQ 综合指数高度相关。正因为与股票指数高度关联,所以私募股权应该被视为更大股权资产类别的一个成分,而不应视为另类资产。

但这并未揭示所有问题。由于不存在可投资的指数,一名投资者要么去选择单只基金,要么选择一家基金的基金(需要支付数额为 1%和 10%的费用)。在将私募股权配置添加到我们前一章讨论过的常青藤投资组合上后,风险资本实际上降低了夏普比率,而收购指数也仅仅对此比率有轻微的提升。回报增长被波动率增加以及私募股权与股票指数高度相关的事实所抵消。

在新近的研究中,路德维希 · 法利普和奥利弗 · 戈特沙尔格(Ludovic Phalippou and Oliver Gottschalg,2007)研究了超过1 300家私募股权基金,发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现它们的年表现超越标普 500 指数 3%左右。但是,一旦对这些基金回报进行存活偏差(survivor bias,包括计算中业绩偏低或者消失的基金)与费用修正后,上述基金的年回报率反而比标普 500 指数低 3%左右。

表 5.1 基准指数比较(1986～2007 年) (单位:%)

	常青藤	标普 500	NASDAQ 综合指数	风险资本	收购	常青藤 85%、风险资本 15%	常青藤 85%、收购 15%
1988	18.46	16.61	15.41	3.63	12.18	16.24	17.51
1989	19.25	31.69	19.26	6.82	10.05	17.40	17.88
1990	−1.10	−3.10	−17.80	1.54	5.21	−0.70	−0.12
1991	18.19	30.46	56.84	20.90	10.08	18.59	16.97
1992	3.88	7.62	15.45	13.28	15.22	5.31	5.51
1993	11.90	10.08	14.75	19.56	24.14	13.05	13.74
1994	1.76	1.32	−3.20	17.79	12.21	4.18	3.33
1995	22.74	37.58	39.63	47.17	24.59	26.48	23.01
1996	19.32	22.96	22.71	40.64	28.66	22.45	20.75
1997	9.96	33.36	21.61	37.66	29.27	14.08	12.84
1998	0.49	28.58	39.63	26.87	15.05	3.60	1.87
1999	14.46	21.04	85.59	275.48	35.36	54.05	17.25
2000	12.73	−9.10	−39.29	29.70	2.01	14.06	11.29
2001	9.74	−11.89	−21.05	−39.00	−11.04	−14.14	−9.94
2002	2.09	−22.10	−31.53	−31.80	−7.56	−2.99	0.63
2003	25.70	28.68	50.01	−2.21	23.37	21.47	25.35
2004	17.44	10.88	8.59	15.40	24.37	17.10	18.56
2005	11.74	4.91	1.37	8.30	28.02	11.23	14.22
2006	12.07	15.80	9.52	17.96	27.06	12.94	14.31
2007	8.06	5.50	9.81	16.25	20.39	9.29	9.92
年化回报率	10.54	11.82	10.97	17.80	15.76	12.47	11.38
波动率	9.15	16.62	30.27	62.31	12.48	13.53	8.98
夏普比率(5%)	0.66	0.44	0.21	0.21	0.90	0.59	0.77
与 NASDAQ 相关度	0.52	0.81	—	0.65	0.65	0.75	0.59
与常青藤相关度(100%)	—	0.65	0.52	0.24	0.57	0.74	0.99

资料来源:剑桥联合咨询公司。

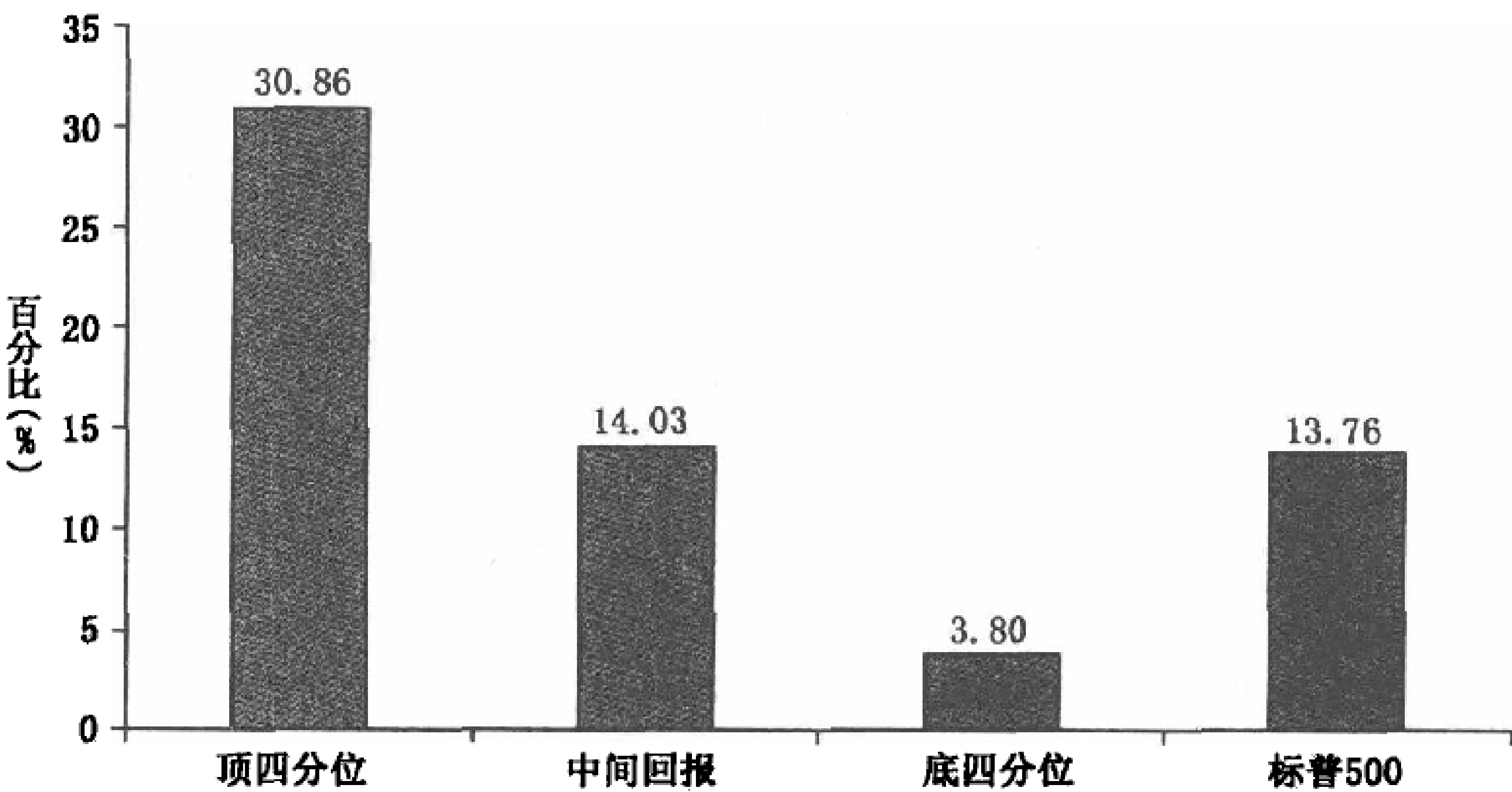
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一份由卡普兰(Kaplan)完成的研究则发现，当使用风险经济学公司的数据库时，收购基金回报率(扣除费用后)略低于标普 500 指数，而风险资本基金回报率在等额加权基础上稍低于标普 500 指数，但在资本加权基础上却高于标普 500 指数(这意味着更大规模的基金表现更好)。

基本上，私募股权基金回报基本与股票相同，同时更大规模基金表现更优。这就会产生下述问题：

如果普通基金表现并不比标普 500 指数更好，为什么人们还会不厌其烦地纠缠其中呢?

图 5.1 和 5.2 分别给出了风险资本和收购基金成立年份回报率按照基金中最高 25%、中位和最低 25%分割后所得的结果。正如你所看到的，普通基金的表现的确并不比标普 500 指数好多少。但是，最高 25%基金的回报却令人惊叹地好于普通基金，其中风险资本基金优于普通基金 16%，收购基金优于普通基金 8%。



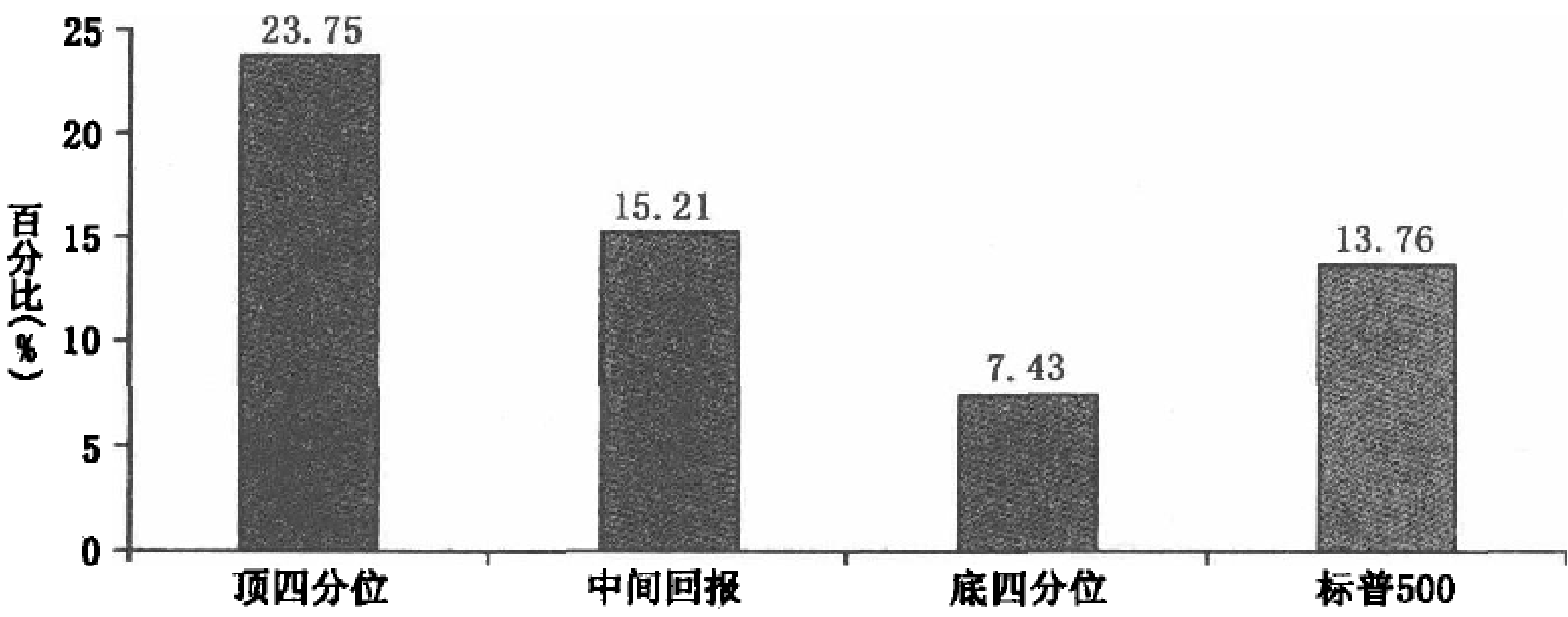
资料来源：剑桥联合咨询公司。

图 5.1　风险资本成立年份的四分位回报(1986～2003 年)

因为选择位于最高四分之一部分基金的回报是巨大的，所以如果有能力挑选顶级私募股权基金，则能将你置于高处不胜寒的境地。在风险资本类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，这样的顶级基金包括凯鹏华盈(Kleiner Perkins)、红杉资本(Sequoia Capital)以及恩颐投资(New Enterprise Associates)。而在收购领域，顶级公司则包括 KKR(Kohlberg Kravis Roberts：克尔伯格—克拉维斯—罗伯斯)得克萨斯太平洋集团(Texas Pacific Group)，以及黑石公司(Blackstone)。在这个行业内关系非常重要，而且最好的公司总是最先展示出最佳的投资思路——名片夹在风险资本和收购领域意义非凡。



资料来源：剑桥联合咨询公司。

图 5.2 收购资本成立年份的四分位回报(1986～2003 年)

另一份最近由波森咨询集团(Boson Consulting Group)完成的研究表明，最好的私募股权基金仍在持续产生顶级回报。这与共同基金的情况正好相反，因为在那个领域，顶级回报创造者在下一阶段往往会变成业绩最差的执行者。而在私募股权领域却是一个正反馈循环。因为在起始阶段就有超越表现的基金，通常在新一轮投资中会看到最好的交易并获得更好机会。同时，普通合伙人也可能在此附加一些价值，从而使得风险资本家在与创始公司谈判时获得更好的交易条款(较低估值)(大卫·许，2002)。如果风险资本家能够提供更高端的管理、咨询或者声誉投入，则创始公司会愿意接受更为严苛的交易条款。

表 5.2 显示，回报结果在不同有限合伙人(进行投资的)之间也各不相同，并且很明显，捐赠基金的表现优于所有其他基金。捐赠基金的中间回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为 23.6%，几乎是整个样本回报的两倍。(如果你将靠前 25%的顶级基金排除在外，其他所有人的平均回报是令人难以忍受的负内部收益率。)

表 5.2　　不同有限合伙类型的中间内部收益率(IRR)　　(单位:%)

	所有基金回报分布的中间回报
捐赠基金	23.60
顾问基金	20.00
公共养老金基金	12.30
其他投资者	7.70
保险养老基金	3.20
银行与金融公司	−0.10
总体	12.0

资料来源："Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle" by Josh Lerner, Antoinette Schoar, and Wan Wang. MIT Sloan Research Paper No. 4523—05, January 2005。

总的来说，除非你是捐赠基金或者能够选择靠前 20%的私募股权基金，否则你最好还是购买股票指数，并且别去参与令人头疼的有限合伙制。耶鲁捐赠基金在私募股权投资组合上的历史回报每年超过 20%。但是，这一高回报并非没有波动性。耶鲁风险投资组合有过年+700%(2000 年)和+200%(1980 年)的高回报年份，但也有过−40%(2002 年)的亏损年份(参见表 5.3)。在 1980 年获得 231%的回报后，耶鲁收购投资组合接下来 3 年的回报却分别是−17%、−48%和−10%。

表 5.3 是说明使用夏普比率作为衡量风险调整后业绩所存在弊端的一个很好例子。很清楚的是，即便存在较高的波动率，但在过去 20 年里，耶鲁捐赠基金旗下的私募股权投资组合还是产生了令人艳羡的傲人业绩。由于具备预测糟糕投资年份的能力并且关注的是长期投资表现，因此相对于绝大多数个人投资者，捐赠基金理所当然地让短期波动率变成了一个不太重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险因素。

表 5.3　　耶鲁私募股权投资组合的回报(1988~2006 年)　　(单位:%)

	风险资本	收购	国际	总和
1988	—0.70	7.80	—0.02	3.30
1989	—0.30	38.70	13.40	23.40
1990	15.60	7.30	—4.40	11.80
1991	11.60	14.70	—10.00	6.10
1992	28.30	7.20	4.10	14.60
1993	13.60	57.30	—0.20	32.30
1994	20.20	18.70	24.00	24.60
1995	37.80	26.30	13.10	27.00
1996	124.80	31.50	33.70	60.20
1997	37.60	22.10	90.20	36.20
1998	38.00	39.80	1.90	29.00
1999	131.40	8.50	—15.40	37.80
2000	701.00	35.10	38.30	168.50
2001	9.00	—14.70	—3.90	—5.40
2002	—39.90	—11.20	—0.70	—23.30
2003	—13.20	—0.30	1.30	—4.30
2004	—0.70	32.00	21.80	20.60
2005	25.00	32.40	19.00	28.70
2006	16.70	35.90	46.20	32.20
年化回报率	32.19	19.05	12.15	23.34
波动率	160.34	18.72	24.86	39.00
夏普比率(4.5%)	0.17	0.78	0.31	0.48

资料来源:"Yale Investment Office: August 2006" by Josh Lerner. Harvard Business School Publishing, January 2007。

但是,前文提及的另一个附加风险因素是,当越来越多的机构跟随耶鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐赠基金进入私募股权领域后，这个市场会变得愈发有效，从而很自然地拉低投资回报。2007年市场高位的那一时段，可能是私募股权基金们持有多于其需要使用的资金规模的某个时期之一，该状况自然会导致目标公司具有更高的收购价格、更低的交易质量以及更低的投资回报。因此，繁荣与萧条的周期交替在私募股权领域也就司空见惯了。

如果您仍然对投资私募股权有兴趣，下一节就可能的选择进行评述。

如何投资公开上市的私募股权

在此，我们将忽略那些资产高达5 000万美元的人群可以获得的投资选择，因为他们可能拥有自己的家庭办公室，并且有雇员负责挑选基金。当然市面上也有不少私募股权基金的基金(FOFs)可供选择，但在此我们也不作推荐。那么到底我们该向中小投资者推荐什么呢?

私募股权 ETFs

市场上已经存在一些私募股权 ETFs，并且最近刚刚发行了一只私募股权共同基金。一只美国上市基金的思路其实并非如此新鲜，因为它主要投资于涉足私募股权领域的上市公司，而并非真正私募股权基金本身。当景顺(PowerShares)推出其第二款真正关注海外上市私募股权基金的私募股权ETF时，一个潜在的更受欢迎的产品才真正出现。(如果这听起来有些让人混淆，那么请考虑富达基金这家资产管理公司，与旗下的一款真正的私募股权基金产品，比如麦哲伦基金——交易代码为 FMAGX。)

上述两只 ETF 均涵盖了30家公开上市公司，而它们都直接投资于超过1 000家的私有企业。ETF 所对应的指数每个季度进行再平衡和再构造，并且基金持仓也会每日向公众揭示，由此可向投资者提供比传统私募股权基金更高的透明度。理论指数回报虽然自1995年即可获得，但是景顺上市私募股权(PSP)和景顺国际上市私募股权(PFP)分别直到2006和2007年才开放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实时交易。但不幸的是,这两只 ETF 的启动时间正好遇到私募股权市场的高峰,因此 2008 年它们都遭遇了自高点的大幅下挫。

ETF 的一些优点包括:向所有投资者开放(没有最低投资门槛)、交易便捷、流动性好、每日逐日盯市结算,并且没有任何交易锁定限制。基金所对应的目标指数由红石资本(Red Rock Capital)设计。其中,美国 ETF 基于红石资本上市私募股票指数,而外国 ETF 则基于红石资本国际上市私募股权指数。[1]

那么,上述 ETF 的历史(理论)回报率究竟如何呢?

表 5.4 显示 PSP 与 NASDAQ 以及剑桥风险资本的回报率高度相关。而 PFP 也与 NASDAQ 高度相关,但与外国股票(MSCI EAFE 指数)的相关性更高,这与该基金持仓多为外国股票有关。同时这两个投资组合的绝对回报率都随着波动率上升而提高,并只是稍微加大了夏普比率。这使得两只 ETF 看起来趋近于中间风险资本与收购的投资回报率,因而业绩表现与美国和外国股权投资组合非常相似。由于剑桥联合公司仍未报告相关数据,因此,我们没有将 2008 年的数据包含进去,但说实话,2008 年对私募股权而言是一个恐怖年份。这两只上市 ETF 的回报率都下滑了超过 60%。

罗杰・伊博森(Roger Ibbotson)分析过上市私募股权(LPE)指数和国际上市私募股权指数,以及它们的理论历史回报状况。伊博森用他自己创建的数据序列来对比红石资本设计的回填数据序列,他发现,后者的结果每年落后于上市私募股权(LPE)近 5%。至于这一现象的产生是由于存活偏差、最优化,或者简单地只是因为大家采取了不同的指数构造方法,的确很难下结论。因此,伊博森推荐道,"可以聘用顶级 25%基金经理人的机构投资者,应该继续使用传统私募股权基金以实现其目标私募股权资产配置。而对那些无法获得这些顶级经理人但又希望进行私募股权配置的投资人来说,投资上市私募股权是一个可行并且不错的替代方法,因为后者从长期来看可以更精

[1] 您可以在 www.listedprivateequity.com 上获得更多信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确地反映私募股权资产类别的投资回报”(艾佐雷克,2007)。

表 5.4　　投资组合中的私募股权 ETF 表现　　(单位:%)

	常青藤	标普 500	EAFE 指数	NASDAQ 综合指数	风险资本	收购	PSP	PFP
1996	19.32	22.96	6.36	22.71	40.64	28.66	15.45	27.91
1997	9.96	33.36	2.06	21.61	37.66	29.27	48.68	−0.17
1998	0.49	28.58	20.33	39.63	26.87	15.05	16.20	29.70
1999	14.46	21.04	27.3	85.59	275.48	35.36	120.83	82.74
2000	12.73	−9.10	−13.96	−39.29	29.1	2.01	2.70	−1.26
2001	9.74	−11.89	−21.21	−21.05	−39.00	−11.04	−3.09	−14.45
2002	2.09	−22.10	−15.66	−31.53	−31.80	−7.56	−14.09	−9.76
2003	25.70	28.68	39.17	50.01	−2.21	23.37	71.48	67.24
2004	17.44	10.88	20.70	8.59	15.40	24.37	25.76	37.44
2005	11.74	4.91	14.02	1.37	8.30	28.02	6.06	30.40
2006	12.07	15.80	26.86	9.52	17.96	27.06	21.93	29.26
2007	8.06	5.50	11.57	9.81	16.25	20.39	−13.06	3.67
年化回报率	9.87	9.32	8.21	8.01	19.29	16.92	20.24	20.39
波动率	9.47	17.78	18.96	35.12	80.33	15.26	38.97	29.95
夏普比率(5%)	0.62	0.30	0.22	0.11	0.19	0.85	0.42	0.55
与标普 500 相关度(100%)	0.49	—	0.74	0.81	0.38	0.80	0.62	0.61
与 EAFE 相关度(100%)	0.64	0.74	—	0.79	0.39	0.79	0.62	0.87
与 NASDAQ 相关度(100%)	0.42	0.81	0.79	—	0.73	0.73	0.85	0.85
与风险资本相关度(100%)	0.27	0.38	0.39	0.73	—	0.55	0.80	0.67
与收购相关度(100%)	0.70	0.80	0.79	0.73	0.55	—	0.60	0.70

外国上市私募股权 ETF 的另一个问题是税负后果。早期研究表明,通过应税账户持有 PFP 可能产生负面效果(参见下一章在外国上市对冲基金一节中的全面解释)。新近上市的雷曼—奥普塔私募股权 ETN(Lehman Opta Private Equity ETN,交易代码为 PPE)可能因为其作为债务工具的结构特征,已经陷入此问题之中了。但是,正如雷曼兄弟公司内部瓦解所证明的,当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你投资于 ETN 时，你仍然暴露在相关母公司的信用风险之中。因此，我们只能寄望于其他公司能够设计并推出可以避免所有上述问题的有竞争力产品。

所以说，当您打算考虑单个外国上市私募股权基金时，您需要考虑相关风险。许多此类基金都使用了杠杆，并且进行了过度资本委托——这在牛市中的确利好投资回报，但在熊市中却是致命的。[1]

作为对美国历史最悠久的商业发展公司——联合资本公司(Allied Capital)——的一个饶有趣味的分析，您可以阅读由对冲基金经理大卫·埃因霍恩(David Einhorn)撰写的《一直在愚弄某些人》一书。在该书中，埃因霍恩描述了他与联合资本公司的争斗：当他的基金做空该公司股票后，他向联合资本公司发起了一场直言不讳的公开论战，他认为这家公司管理低劣并且充斥着明显错误。

简言之，我们认为，个人投资者应将私募股权投资排除在投资组合之外。但是，对那些的确希望在配置中考虑私募股权的投资者，也只能将其视为本土和外国股权投资配置的部分替代品而已。

采用战术方法进行私募股权投资其实更有道理，这部分内容我们将在第 7 章中讨论。对那些希望了解更多私募股权知识的投资者，我们建议您阅读伊博森的文章(“私募股权与战略资产配置”)，或者先锋资本的文章(“理解另类投资：私募股权绩效评价与其在投资组合中的地位”)，以及盖伊·弗雷泽—山普森撰写的《作为资产类别的私募股权》一书。

本章小结

- 对个人投资者而言，私募股权是难以投资的一个资产类别，其高投资门槛、封闭基金结构和漫长的锁定期都大大降低了私募股权的投资吸引力。
- 对于可以投资于顶级经理人管理的私募股权的投资者来说，私募股

---

[1] 比如，您可以搜索私募股权控股公司，交易代码 PEH。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权可能是极具赚钱效应的。

- 捐赠基金主导的私募股权，以近 14%的回报率领先于普通私募股权投资者。
- 私募股权的平均回报类似于股权投资，并且与本土及外国股票市场的相关性也与后者相似。
- 私募股权的 25%投资者与后 25%投资者的回报相差巨大，并且整个私募股权投资回报的绝大部分都由前 25%投资者产生。
- 上市 ETF 可能复制资产类别的中间回报，但目前要说它能增加多少价值为时尚早。
- 如果认识到它只能简单地带来与杠杆化美国与外国股票相同的表现，那么，投资者还是可以将其部分投资组合配置到 ETF 上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章　对冲基金

正如最近一名客户所言："现在天上有大约 8 000 架飞机在飞，但真正好的飞行员只有 100 个。"

——桥水资本公司的雷伊·达里奥，《2020 愿景》

阿尔弗雷德·温思罗·琼斯(Alfred Winslow Jones)被广泛推崇为在 1949 年创立现代对冲基金的第一人。[1] 琼斯认为，在做空某些股票的同时做多其他一些("对冲")，并且使用杠杆化手段，投资人可以获得超越传统共同基金的收益。他将此理念付诸行动，筹集了 10 万美元并启动了对冲基金。不同于其远房共同基金，对冲基金结构赋予基金经理足够的弹性和自由度去做空或做多任何市场或者利差，以获得极难触及的阿尔法值。

举个例子如何？次级抵押贷款的瓦解及其导致的信用危机是 2007 年和 2008 年最大的金融事件。由于美国房屋价格处于高位，次级与可调整利率抵押贷款上的高违约率诱发了美国银行系统严重的流动性紧缩。此时，借贷人无法偿还贷款，银行与其他金融机构账目损失报告高达数千亿美元。两家

[1] 早在 20 世纪 30 年代，本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)就使用对冲技术创立了多空基金。同样，约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)也在位于英国剑桥的国王学院交易着宝柜基金(Chest fund)。这只多空宏观基金交易的对象包括股票、货币以及商品期货，在 1927～1934 年期间，凯恩斯创造了每年 9%(不计股息与利息)的令人尊敬的回报率，当然该基金也经历了高达 30%的波动率以及数次巨幅且惨烈的价值下跌。但是，整个上述时段英国市场的整体回报率为负值。巴顿·比格斯(Barton Biggs)所著的《对冲基金风云录》一书中有许多有价值的信息可供参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国历史最悠久的金融机构——贝尔斯登公司和雷曼兄弟公司——相继在此次危机中倒闭。

少数敏锐的投资者看到了这场危机的来临。保尔森信贷机会基金(Paulson Credit Opportunities Fund)在 2007 年获得了高达 589%的价值增长。是的,你没有看错。对冲基金经理约翰·保尔森(John Paulson)早在 2005 年就确信投资者过分低估了抵押市场的风险。当他的初始仓位出现亏损时,他进行了更多研究并且进一步确认了他的观点,即严重的市场苦痛即将来临。于是,他启动了基金并专注做空充满风险的抵押市场,而且他筹集的 1.5 亿美元的绝大部分来自欧洲投资人。到 2007 年,他所管理的基金价值攀升至 150 亿美元,同时他也为自己赚得了 30 亿美元(这是华尔街历史上最丰厚的年终红包)。这正是设计对冲基金所要实现的目标——无论单个市场的走势如何,都能从投资组合经理的理念和思想出发,提供投资保护或者获利。

如果能在这样艰难的时刻将自己交付于一个可以保护自己投资组合的基金,难道不是一件很美妙的事情吗?本章稍后我们将探讨个人投资者如何投资保尔森基金。

首先,我们将去了解神秘的对冲基金世界与回报状况,以及投资者如何使用此类投资策略。

对冲基金简介

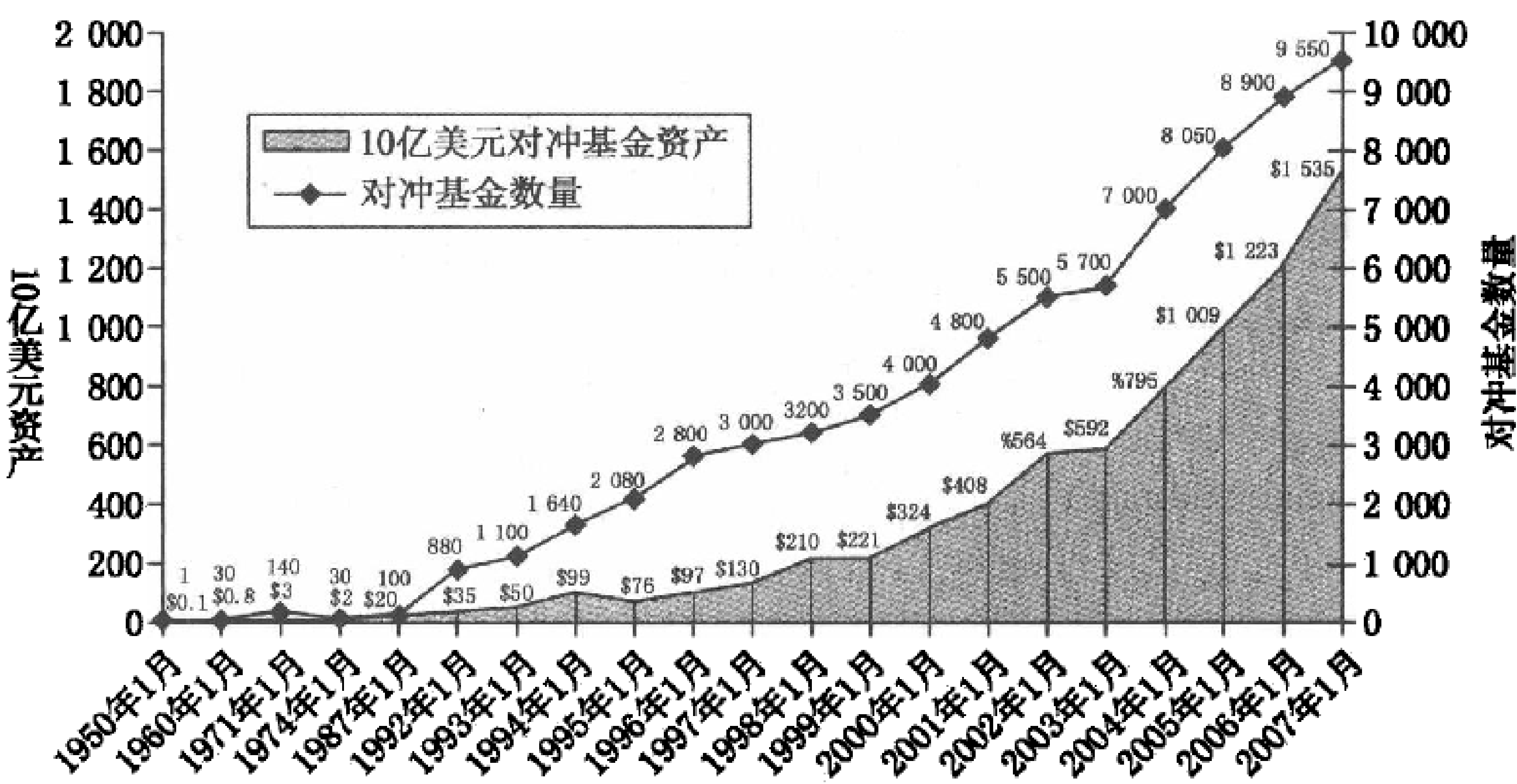
至此,我们已经讨论了被动投资于各种资产类别,亦即股票、债券、房地产和商品。对冲基金其实不是一种独立资产类别,而是一种交易现有资产类别的投资策略。顶级捐赠基金经理们将资产配置的潮流引入了另类资产领域,目前他们已将 20%的投资组合配置于对冲基金。

由于具备独立于传统资产类别的提供正回报的潜力,对冲基金的流行趋势空前高涨。数量上,对冲基金从 1990 年的约 500 家左右猛增至 2007 年高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

峰时的逾1 万家，同时行业资产规模也达到 2 万亿美元，参见图 6.1 所示。2008 年市场崩溃结束后，对冲基金数量以及管理资产规模都可能会出现显著收缩。

正如本章开头所描述的，第一只对冲基金通常归功于阿尔弗雷德·温思罗·琼斯，他在 1949 年创立了一只由多空头寸组成的投资组合，并希望借此弱化整体市场走势对其投资组合的影响。从历史角度来看，对冲基金常以有限合作制形式，或者最近常以有限责任公司的形式组建。利润与税负按照合伙人权益进行分割后，由所有有限合伙人接收(普通合伙人为基金管理人)。在遵守(美国)《1940 年投资公司法》3(c)(1)或 3(c)(7)节的前提下，对冲基金可以规避(美国)《1933 年证券法》或者《1934 年证券交易法》所规定的注册要求。为获得对冲基金投资机会，你必须是合格投资者，这意味着你必须持有 100 万美元资产，或者在过去两年中，每年必须收入 20 万美元(或者与配偶的合并收入为 30 万美元)。



资料来源：亨勒斯集团有限责任公司(Hennessee Group LLC)。

图 6.1　对冲基金资产规模与基金数量

对冲基金可以宽泛地分为两种类型，即趋势型与非趋势型。趋势型对冲基金会进行某些对赌交易，因此承担了市场趋势风险。非趋势型对冲基金则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中和了市场风险，因此基金业绩单纯由基金管理人的选择能力驱动。

除了上述两种宽泛的分类方式，很难以其他方式对对冲基金进行归类。故而评述对冲基金有点类似于谈论一条普通的狗。虽然一条普通的狗都有四肢、尾巴，以及打扫桌上残羹的爱好，但每条比格犬、大丹尼犬、斗牛犬和灵缇犬却在长相和性格上有显著区别。由于每类对冲基金之间都存在诸多差异，因此要将它们归在一起几乎不太可能。更麻烦的是，许多对冲基金都具有混合特征，因而并不属于某个单一类型。

为了向您提供一个有关对冲基金主要类型的总体认识，表 6.1 列出了各种对冲基金策略的描述。

表 6.1　　策略描述

非趋势型策略描述(Nondirectional Strategy Descriptions)	
股权市场中性 (Equity Market Neutral)	在市场、行业以及板块中性投资组合中采用个人选股策略，以便从多空两个方面确认回报机会。使用量化风险控制技术以最小化投资组合的系统风险，并达成多空头寸的平衡。
可转换套利 (Convertible Arbitrage)	买入可转换证券(通常为债券)并卖空其标的普通股，以挖掘预期市场低效中的获利机会。中性化债券信用风险之外的多数风险因子，赚取票面利息收入以及卖空返还款，而并不依靠期权波动方面的交易获利。
固定收益套利 (Fixed-Income Arbitrage)	采用相关策略以挖掘关联固定收益证券之间相对价格错配的获利机会。典型地，上述策略关注相对于某个单一风险因子——存续期、凸性或者收益曲线变动——的错误定价，同时对其他风险因子中性化以提升风险控制水平。
机会型策略描述(Opportunistic Strategy Descriptions)	
多—空股权 (Long-Short Equity)	通过买入顶层股票同时做空底层股票而持有独立的多头与空头股票头寸，以获取“加倍的阿尔法值”。所得投资组合常常是具有系统风险敞口的净多或净空组合，押注对象为规模、行业、板块和/或国别风险因子。
新兴市场 (Emerging Markets)	在挖掘公认的更常发生且能带来更高回报的预期低效市场中存在获利机会的目标下，投资于新兴市场货币、股票以及固定收益证券。相关经理人需要面对以信息有限、监管缺失以及不稳定为典型特征的欠发达市场独特风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

偏空持仓 (Dedicated Short Bias)	卖出所融得证券，寄望于稍后以较低价格买回并返还给借出人。如果价格走低，则卖空获利。同时卖空所获现金还能带来利息收益。
全球宏观 (Global Macro)	押注全球宏观经济事件，预测相关政府政策与市场走势的变动。主要专注货币、衍生品、股票以及债券的趋势型交易，在可预见的投资机会之间快速切换的同时，也承受了显著市场风险(使用杠杆时会更大)。策略能否成功，直接取决于经理人的投资技巧。
有管理期货 (Managed Futures)	基于技术或者基本面趋势跟随模型，投资于以货币、利率、指数衍生品和商品为标的的全球期权与期货。风险包括：无法预见的商品市场震荡、错误的预测，以及糟糕的交易择时或者仓位控制。
事件驱动 (Event Driven)	基于诸如收购、兼并、资产收购和/或置换报价、资本结构变更、全部资产或业务部门卖出，以及进入或者退出某个新市场等公司事件而获利。回报水平通常高度依赖于经理人对上述投资机会的把握能力。不对诸如脆弱的兼并环境或者交易无法完成风险等不利因素进行对冲。

资料来源："理解另类投资：对冲评价基础"，先锋集团(The Vanguard Group)，2006 年。

投资于对冲基金的某些潜在利益包括：

- 更高的绝对和风险调整后回报率。
- 与传统投资的低程度或者负相关性。
- 更多的低效市场。(一家对冲基金从刚果共和国获得了债务，并跟随该国参诉国际法庭，并由此获得了超过 3 000 万美元的利润。)
- 使用杠杆、衍生品以及卖空的能力。
- 投资组合方面更少的限制。
- 优厚的薪酬结构——可以吸引顶级人才。

投资于对冲基金的某些潜在不利因素包括：

- **流动性**——许多基金对客户资产设定了从一个月到数年不等的过长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锁定期。

● **尽职调查**——对一名经理人进行尽职调查需要数十个小时(如果不超过 100 小时)。将1 万名经理人乘以 100 小时,你不头疼才怪。

● **费用**——这个行业的标准是 2 和 20,或者说,对基金每年盈利收取 2%的管理费和 20%的超越表现费。对冲基金业的巨人——文艺复兴科技公司——则要收取 5%管理费和 44%表现费。但是,不得不承认,该公司在过去 15 年里每年实现了超过 35%的回报率——扣除费用后。

● **欺诈**——虽然少见,但的确是一个风险。最近发生的麦道夫丑闻的代价可能高达 500 亿美元。

● **税负**——多数策略都是在不考虑税负影响的前提下作出的。短期税负可能会吞噬所有回报。

● **透明度**——这取决于经理人,但是有些对冲基金是非常秘密的,特别是诸如德劭(D. E. Shaw)和城堡(Citadel)资本这样的量化对冲基金。

● **羊群/蔓延**——基金持有相同头寸的风险,其原因可能是它们使用的模型给出了相同的结论,也或者是基金经理们采取了一致的投资策略。

● **折损**——罗杰·伊博森发现一只对冲基金的平均寿命为两年半到三年。

● **杠杆化**——虽然有些人担忧对冲基金欺诈和随之而来的崩溃,但是一个简单的对比即可说明问题。两家最大的对冲基金——长期资本管理公司和不凋花基金(Amaranth)——的破产所导致的损失合计 100 亿美元。而安然和贝尔斯登的倒闭则带来了远远超过1 000亿美元的损失,通过比较可以看到,对冲基金的损失的确小很多。

● **贝塔值**——某些基金经理只是简单地接受风险溢价并收取阿尔法费率。

● **封闭性**——最好的基金管理人在吸引众多资金并当管理资产规模过大后,便封闭其募集资金的大门。

● **高水位标记**——遭遇大幅下挫的基金经常会“停损”,并且在投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失巨大时关闭该基金。

基金的基金

一家基金的基金(FOF)从有限合伙人那里募得资金,并将收入投资于数家对冲基金。基金的对冲基金能够解决多个前面已论述过的潜在问题。这类基金可能提供较低的进入资金门槛、有更正常的流动性,但最重要的是,它们能为您执行尽职调查和经理人挑选。如果基金能够由胜任的团队任职,则这一功能的价值堪比千金。选择基金的基金后,风险也可以在多个基金间分散,数量可以从数只基金到超过 100 只基金不等。但是,要明确的是,挑选基金的基金和选择任何一名基金经理人一样——所有结果都取决于所遴选经理人的水平。最后同样重要的是,所选基金应能提供与投资者现有投资组合较低的相关性。

学者型基金管理人

斯文森并不是唯一一个——不少顶级基金都是由学者们执掌的。第四大(很有可能也是最好的)对冲基金即由数学家詹姆斯·西蒙斯(James Simons)掌控。创立于 20 世纪 80 年代、位于长岛的文艺复兴科技公司现管理着超过 300 亿美元的资产。其旗舰大奖章基金(Medallion fund)已经持续创造了扣除 5%管理费和 44%激励费后每年 35%的回报率(自 1993 年起该基金已经向所有新投资者关闭)! 除了 1989 年,该基金从未出现过价值下滑的年份。西蒙斯以只雇佣博士闻名,该基金的雇员大多是来自世界各地的科学家,他们的背景包括数学、物理学、天体物理学以及统计学。由于该基金纯粹是量化驱动,因此西蒙斯曾言:“我们确信系统交易是最佳决策。基本面交易只能带给我溃败。”近期,西蒙斯宣布发行一只总资产规模为1 000亿美元的新基金,这又一次震撼了整个投资界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六大对冲基金，即德劭基金(D. E. Shaw)则由哥伦比亚大学计算机科学教授大卫·肖(David Shaw)于1988年创立。这也是一只专注数量化交易的基金，它已在1997年偿还了绝大多数投资人的初始投资。

另一位著名的学者是理查德·塞勒(Richard Thaler)，他是一位来自芝加哥大学商学研究生院的行为经济学家。他于1993年共同创立了富勒&塞勒资产管理公司(Fuller & Thaler Asset Management)，如今该公司管理着超过30亿美元的资产。塞勒是大量行为金融领域专著的作者，也是新近出版的《推力：改善你的健康、财富与幸福决策》一书的作者。

爱德华·索普(Ed Thorp)，从加州大学洛杉矶分校获得其博士学位，同时也是扑克游戏中的算牌理论的创立者之一(他著有《打败庄家》一书)，也曾成功运作对冲基金许多年。其基金——普林斯顿·纽波特合伙人——(Princeton Newport Partners)曾在20年里无一年下跌，并且在波动率维持在10%左右的情况下，提供了每年15%的回报率。在这20年里，索普的基金只记录了三次下跌的月份，并且该基金是第一只市场中性的数量化对冲基金。其中，哈佛捐赠基金是该基金的早期投资人之一。(有意思的趣闻是，世界最著名的债权经理人——太平洋投资管理公司的比尔·格罗斯——在塔霍湖的大学算牌比赛中一路输到底。)

当然，这些故事里也有马失前蹄的另一面，其中就包括诸如1998年长期资本管理公司(LTCM)的崩盘；罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein)的《当天才失败时》就是关于这一话题的上好著作。长期资本管理公司创立者的花名册中包括两位诺贝尔奖获得者以及不少来自所罗门兄弟公司的明星经理人。该基金是第一只筹资规模达到10亿美元的基金，它在1994～1997年期间提供了上佳的回报，但在1998年却遭遇了超过95%的毁灭性亏损，这主要归因于该基金使用的巨量杠杆资金以及在错误方向上持有头寸的一致性。哈佛捐赠基金也是长期资本管理公司的投资人之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的基金的最大掣肘是其费率。当一名个人投资者从一只基金的基金处获得收益时，其底层的对冲基金已经收取了 2%的管理费和和 20%的绩效费，而基金的基金层面则分别收取了 1%和 10%的上述费用。我们就常青藤投资组合来对此做下计算。自 1990 年起，该投资组合每年获得 10%的回报。如果要在基金的基金上获得相似的回报，则其底层的对冲基金必须创造如下回报率：

常青藤投资组合 =10%

基金的基金的毛回报率=(10%+1%)/(100%−10%)=12.22%

对冲基金的毛回报率 =(12.22%+2%)/(100%−20%)=17.75%

因此，要获得与购买并持有常青藤投资组合相同的回报率，底层对冲基金必须每年创造 7%的额外回报率。要获得这样的回报，基金的基金的经理人必须要么选择大量确实纯熟的阿尔法值创造者，要么对投资组合进行杠杆化处置，或者同时做到这两者。如此高额费率会阻碍个人投资者对基金的基金进行投资。

对于费率的一点说明——费用是针对所交割金额的。某些共同基金和 ETFs 的年费率为 0.75%也可能是较贵的。而文艺复兴技术公司收取 5%管理费用和 44%的绩效费用则可能是便宜的。所有这些都取决于基金经理的优势以及他可以创造的阿尔法值。沃伦·巴菲特在建立其投资合伙关系时，设立了著名的 6%回报基准上收取 25%绩效费的费用准则。这意味着只有当其客户获得每年 6%以上回报时，他才能获得酬劳。对此一个好的经验法则是，阿尔法值应该分割 25%～33%给经理人、66%～75%给投资者，而无论其如何组织。

至此我们已经讨论了对冲基金的正反两面，而实际的问题是：在过去许多年里，对冲基金的表现究竟如何呢？在每个成功的都德(Tudor)、凯克斯顿(Caxton)和文艺复兴技术公司背后，也有大量的诸如不凋花公司和长期资本公司这样的失败者。还是让我们用数据说话吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用对冲基金数据库跟踪业绩时存在的问题

定义对冲基金业绩的一个问题是，没有一个类似其他资产类别所使用的指数可供参考。因为对冲基金属于私人合伙制，因此没有报告或者揭示业绩数据的任何要求。大量公司都编制了它们自有的对冲基金指数，但这都基于各自不同的编制准则。它们使用了不同数量的底层基金(60～5 000不等)，有些自己收集数据而有些则不然，有些包含了有管理期货而有些则没有。事实上没有人知道到底存在多少对冲基金。

数据库只是简单的对冲基金及其回报数据的集合，而且极有可能随着存活和回填偏差的存在而枯竭。在最近的一份研究中，PerTrac 从 11 份数据库数据中估算对冲基金的数量有22 000家(本杰明，2008)。由于存在一位基金经理可以管理数家对冲基金的事实，因此该估计的准确性不得而知。极少有基金向超过两个或者三个数据库报告其业绩，而只有一家基金向所有数据库进行了报告。超过一半的基金只向一家数据库提交了报告。

数据库中存在的偏差包括以下方面：

- **选择**——经理可以选择是否以及向哪家数据库报告其业绩。
- **存活**——不存在的对冲基金经理可能会从数据库中除名。这可以包括已经清盘的基金，也可以是因为业绩优异而停止向数据库报告的基金。
- **回填**——数据库供应商会将引入指数的对冲基金的历史业绩回填。
- **清算**——在关门大吉前，退出市场的基金会停止报告其业绩。但它们仍然停留在数据库，只不过最近几个月的糟糕业绩会被忽略。

多数研究发现，上述偏差会将对冲基金回报率高估 4%以上。将此信息连带多数数据库一般只保有 10～15 年的数据这一事实，你就明白这些数据库实际上遗漏了很多问题[方 & 谢(2006)、马尔克尔 & 沙哈(2005)、伊博森 & 陈(2005)，以及范 & 宋(2004)]。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用对冲基金指数跟踪回报率

相对于对冲基金数据库,对冲基金指数在计算指数回报时以面向未来为基准,指数中能实时反映任何基金添加和删除行为。如果构造合理,任何可投资指数都应该不存在前述的各类偏差。

在多个对冲基金合并为一个投资组合时,许多独有并希望保留的对冲基金特征即被分散掉了。此时的指数不再反映对冲基金特征,而主要体现了股票和债券的风险。投资者也不希望为贝塔风险支付高额费率。表 6.2 列出了众多对冲基金指数中的几个代表。

表 6.2　　指数描述

指数提供者	指数发布日期	指数数据库起始日期	数据库包含基金数目	指数包含基金数目	再平衡频率
Altvest	2000	1993	3 200	2 200	月度
Barclay Group	2003	1997	4 460	4 400	月度
CISDM	1994	1990	7 600	3 892	月度
CSFB/Tremont	1999	1994	4 500	413	季度
EACM	1996	1996	100	100	年度
EDHEC	2003	1997	NA	NA	季度
Hennessee	1987	1987	3 000	900	年度
HF Net	1998	1976~1995*	5 000	+3 600	月度
HFR	1994	1990	2 300	1 600	月度
MSCI	2002	2002	2 000	2 000	季度
Van Hedge	1994	1988	6 700	2 000	月度

资料来源:EDHEC 风险与资产管理研究中心(http://www.edhec-risk.com)。

* 取决于对冲策略。

表 6.3 给出了一个可以反映指数化差异的例子。例如,多/空 EACM 和 Zurich 指数在 2000 年 2 月给出的结果就为整个多/空基金世界描绘出了非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常迥异的图景。如果您是跟随 Zurich 指数的，则多/空交易可以获得非常棒的 20.4%的收益月份。而 EACM 指数则传达了完全不同的信息，因为该指数报告的回报率为-1.56%，两个指数的回报差异超过 20%！

表 6.3　　指数回报差异　　(单位：%)

投资策略风格	最大差值	发生日期	指数与对应回报	对比指数
可转换套利	7.55	2001.12	EACM(-6.93%)	Hennessee(0.62%)
商品交易顾问	5.09	1999.2	CSFB(-0.54)	HF Net(4.55)
危机证券	6.99	2000.2	EACM(1.23)	Zunrich(8.22)
新兴市场	19.46	1998.8	MAR(-26.65)	Altvest(-7.20)
股权市场中性	5.00	1999.12	Hennessee(0.20)	Van Hedge(5.20)
事件驱动	5.06	1998.8	CSFB(-11.77)	Altvest(-6.71)
固定收益套利	10.48	1998.10	HF Net(-10.28)	Van Hedge(0.20)
基金的基金	8.01	1999.12	MAR(2.41)	Altvest(10.42)
全球宏观	14.17	1998.10	CSFB(-11.55)	Altvest(2.62)
多/空股权	22.04	2000.2	EACM(-1.56)	Zurich(20.48)
兼并套利	2.71	2001.9	EACM(-6.08)	Van Hedge(4.40)
卖空	21.13	2000.2	Van Hedge(-24.30)	EACM(-3.17)

资料来源：EDHEC 风险与资产管理研究中心(www.edhec-risk.com)。

对冲基金研究公司(HFRI)发布了可回溯至 1990 年的跟踪对冲基金领域的指数，在此我们将分析相对业绩，因为这代表的是对冲基金最长久的历史。HFRI 加权综合指数(HFRIFWI)是包含超过1 600家对冲基金的等额加权指数，该指数排除了基金的基金，因此对整个对冲基金行业的表现给出了非常具有一般性的描述。而 HFRI 基金的基金综合指数(HFRIFOF)则是一个包含了大约 750 个基金的基金的相似指数。

关于指数方法的一些其他特征也需要在此提及。因为上述指数是等额加权的，而且对于所涵盖基金的资产规模没有门槛限制，因此指数结果将更偏向于稍小规模基金的回报。一旦回报率下滑为负，业绩差的基金经理便会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择不报告其基金业绩，因此指数中可能存在一定的存活偏差。要确定上述偏差的影响存在难度，但是通过比较 HFRX 指数(可投资指数版本，只在 2003 年后可用)和 HFRI(金融工程化时间序列)指数，即可对上述跟踪误差给出清晰的认识。我们完成的一项分析发现，上述影响对每个对冲分类策略的影响高达 4%以上——这是非常实质的差异。

另一项由格林威治另类投资公司(Greenwich Alternative Investments)完成的研究表明，相似结论在绝大多数可投资指数中均存在(约翰森，2007)。可投资指数中不包含表现最佳的对冲基金，因为此类顶级业绩基金都已经获得充分资本化并且已向新投资者关闭了投资大门。因此，可投资指数的一个问题是，它们是以流动性和可投资性为基础构造的，而并非为了代表这个行业。

评估历史回报

记住，接受上述结论时要有所保留。由于认识到对冲基金指数回报相对于可投资版本极有可能被高估，因此我们在表 6.4 中列出了 HFRI 和 FOF 指数的每年回报情况。(此处也会有些许来自指数的风险分散好处。这类似于不计费率的 FOF。)

作为独立产品，HFRIFOF 和 HFRIFWI 的回报结果令人印象深刻。但是，将 HFRIFOF 指数添加到常青藤投资组合上，并不能改善其风险调整后收益。其原因是，对平衡投资组合而言所有风险因素都非常相似。而 HFRIFWI 指数在这方面的效果稍好，可是一旦你将其可投资版本的较差业绩考虑在内，其表现依然是不令人满意的。总的来说，我们确信这些指数都是能反映对冲基金整体状况的不错的指数替代品，但是它们的可投资版本并不能当作好的投资选择。

比较瑞信/Tremont 对冲基金指数

瑞信/Tremont 对冲基金指数是一个资产加权的、所有基金管理资产规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模都超过5 000万美元、最少有一年的业绩记录、最近财务报表都经过审计的对冲基金指数。在其数据库中大约有5 000家基金，该指数涵盖其中 500 只基金，但不包含 FOF，且指数所计算的基金业绩不考虑相关费率。表 6.5 详细给出了该指数及所有分类指数的表现状况。快速浏览这些数据即可发现要在负年度收益下做空是多么困难的事情。此外，多战略、全球宏观、事件驱动和市场中性策略给出了最佳的风险调整后收益。

表 6.4　　截至 2008 年 12 月 31 日每日历年的 HFR 回报率　　(单位:%)

	标普 500	常青藤	HFRIFOF	HFRIFWI	常青藤 80%、FOF20%	常青藤 80%、对冲基金 20%
1990	−3.10	−1.10	17.53	5.81	2.62	0.28
1991	30.46	18.19	14.50	32.19	17.45	20.99
1992	7.62	3.88	12.33	21.22	5.57	7.35
1993	10.08	11.90	26.32	30.88	14.79	15.70
1994	1.32	1.76	−3.48	4.10	0.72	2.23
1995	37.58	22.74	11.10	21.50	20.41	22.49
1996	22.96	19.32	14.39	21.10	18.33	19.68
1997	33.36	9.96	16.20	16.79	11.21	11.33
1998	28.58	0.49	−5.11	2.62	−1.41	0.13
1999	21.04	14.46	26.47	31.29	16.63	17.59
2000	−9.10	12.73	4.07	4.98	10.99	11.18
2001	−11.89	9.74	2.80	4.62	−7.23	−6.87
2002	−22.10	2.09	1.02	−1.45	1.78	1.38
2003	28.68	25.70	11.61	19.55	22.88	24.47
2004	10.88	17.44	6.86	9.03	15.33	15.76
2005	4.91	11.74	7.49	9.30	10.89	11.25
2006	15.80	12.07	10.39	12.89	11.73	12.23
2007	5.50	8.06	10.25	9.96	8.5	8.45
2008	−36.77	−29.76	−18.30	−19.97	−27.47	−27.80
回报率	7.34	7.11	8.24	11.71	7.40	8.08
波动率	19.85	12.80	10.66	12.88	11.77	12.33
夏普比率(4%)	0.17	0.24	0.40	0.60	0.29	0.33
最大跌幅	−44.73	−35.67	−20.82	−19.86	−32.41	−32.42
与标普相关性(100%)	1.00	0.76	0.56	0.75	0.77	0.79
与常青藤相关性(100%)	0.76	1.00	0.67	0.77	0.99	0.99

资料来源：对冲基金研究公司，© 2008，www.hedgefundresearch.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.5　　瑞信/Tremont 收益率统计(1994 年 1 月～2008 年 12 月)　(单位:%)

由初始截至目前统计值	年化总回报率	年化波动率	夏普比率
瑞信/Tremont 对冲基金指数	8.79	7.98	0.62
可转换债券套利	5.55	6.85	0.25
偏空持仓	—0.67	17.00	—0.27
新兴市场	6.72	15.90	0.18
股权市场中性	5.57	11.06	0.16
事件驱动	9.75	6.10	0.97
危机证券	10.84	6.72	1.04
多战略	9.22	6.51	0.83
风险套利	6.97	4.31	0.73
固定收益证券套利	3.54	6.01	—0.05
全球宏观	12.46	10.60	0.81
多/空股权	9.70	10.25	0.57
有管理期货	7.08	11.93	0.27
多战略	7.27	5.45	0.63

资料来源:2008 年版权所有,瑞士信贷/Tremont 指数有限责任公司。

有意思的是,虽然 HFR 指数的回报率和风险数值与瑞信/Tremont 的相应数值略有不同,但它们的夏普比率几乎相同,都在 0.6 左右。

虽然指数构成在多年里有所变化,但其最大成分依然保持为多/空股权策略(参见表 6.6)。

表 6.6　　板块配置说明

策　略	配置百分比(%)
可转换套利策略	2
纯粹做空策略	1
新兴市场策略	8
股权市场中性策略	5
事件驱动策略	25
固定收益套利策略	5
全球宏观策略	11
多/空股权策略	28
有管理期货策略	4
多策略	11

资料来源:2008 年版权所有,瑞信/Tremont 指数有限责任公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于对冲基金的选择

那么,您已经决定投资于对冲基金了?那么现在做什么呢?

首先要做的是一大堆研究,并从浩如烟海的1 000多只基金中挑选出一些私有基金。如果您是专业投资人士,或者是有足够多的时间做功课并将投资视为个人爱好的个人投资者,则上述选择是有意义的。否则,这样做并不一定是最佳的行动路线。

投资一家私有 FOF 是下一个选择,但是再一次说明,除非您是专业人士或者聘用了某个您信赖的专业人士,否则挑选一名好经理的问题依然没有解决。

在做出上述两个选择后,您还需要是有资格的投资者,有能力进行最低限额投资,此外要能处理流动性与投资锁定问题。

第二个选择,在今天看来也是愈加现实的选择,就是投资于在美国向公众开放的另类基金。现在美国的基金看起来也越来越像对冲基金了。

最后一个选择在美国范围内讨论不多,即投资于在外国上市的对冲基金。(上市只不过意味着该基金是在交易所内交易的。)从没听说过此类基金?不要惊讶,在美国几乎绝大多数人也没听说过。

下面我们分析成长中的美国上市另类产品领域,紧接着讨论外国发达国家的上市对冲基金领域。

美国基金

当前美国的上市基金远不如我们下一节将要讨论的外国基金有意思。在美国上市的基金其实不属于真正的对冲基金,而应归于下述三种形式中的一种:共同基金、封闭式基金,或者 ETF。共同基金是开放式的,意即允许投资者随时存储或者提取他们的资金并随之改变基金管理资产的水平。上市封闭式基金则以固定数量资产以类似于股票的形式在交易所内交易。因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在此特征，它们的每日交易价格典型地以一定幅度围绕其净资产价值(NAV)波动。下面我们将详细说明一些现在可能触及的名词，并就每个类型给出一个例子。概览部分可分为两节——与常青藤投资组合缺乏相关性的基金以及可以替代该投资组合某个部分(类似于股票)的基金。

您必须审慎对待这些基金，并且基金发起人经常认为对阿尔法值的追求就意味着有权收取高额费率。我们首先要了解的是那些可以添加至某个已经多样化配置的投资组合的上市基金(低相关性)，其次是可作为投资组合部分替代配置的基金(替代基金)。[1]

货币

多数投资组合经理都认同货币市场本质上不存在任何贝塔值，因为这个市场是零和博弈的。德意志银行(DB)则持有不同观点，并且其基于三个广为接受的策略，即利差、价值和动量创建了一项货币基准指数。[2]

- 利差：买入高利率货币并卖出低利率货币。
- 动量：买入上涨货币卖出下跌货币。
- 价值：买入由购买力评价决定的低于公允价值的货币，卖出高于该价值的货币。

上述三个分类指数的回报相当类似，而德意志银行货币收益指数则为这三个策略指数的等额加权指数。而截至目前，进入市场的唯一产品是 DB 利差 ETF(DBV)。这些都是非常伟大的发行，但是如果可以直接投资于总体指数而不仅仅是利差指数，将会更完美。希望德意志银行能够将更多此类产品引入市场，因为它们能以类似债券的波动水平和下跌幅度展现类似股权的回报率，同时又与现存各类资产类别不相关甚至负相关。DBV 在税收方面

---

〔1〕 比较有趣的是，在 18 年里拥有最长持续无下跌回报年份的共同基金是 T 罗伊价格资本升值基金(T Rowe Price Capital Appreciation Fund: PRWCX)。紧随其后的是连续 14 年无下跌年份的加贝里 ABC 基金(Gabelli ABC: GABCX)和第一老鹰海外基金(First Eagle Overseas: SGOVX)。但在 2008 年里这三只基金均录得亏损。

〔2〕 题为“专业货币资产管理人是否可以战胜基准指数?”的文章就此给出了很好的评述，本书网站提供了此文的链接。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在一些问题，最近有一些竞争性利差 ETF 进入市场，因为它们在税收方面可能比 DBV 更加优惠。

对冲股权

越来越多的多/空共同基金开始进入市场，这是一个好的现象(先锋公司甚至推出了市场中性基金)。TFS 市场中性基金(TFSMX, www.tfscapital.com)启动于 2004 年，并已经获得了在 9%左右低波动水平下的 8%的年化收益率。更重要的是，关注大多数标普指数下滑阶段时，该基金维持了良好的上升趋势(除了 2007 年夏天出现量化混乱时)。目前该基金在 513 只多头品种上持仓 1.65 亿美元，在 355 只空头品种上持仓 1.12 亿美元。

赫斯曼策略成长基金(HSGFX, www.hussmanfunds.com)自 2000 年启动以来已获得了 8%的年化收益率，更重要的是，该基金在 2000 年、2001 年、2002 年都获得了增长。当你不希望面对更多股权风险时，这一成绩对一只多样化对冲基金来说是非常不错的。尽管该基金在过去数年里只取得了个位数的收益率，但是赫斯曼自启动以来从未出现过价值下跌年份，而且其波动水平也与债券类似。

有管理期货

此类型既可以归入低相关类型，也可以归入替代类型，这取决于投资者当前的资产配置状况。有管理期货对于未配置商品的投资组合而言是一个很不错的补充，但在常青藤投资组合中，它应该是部分商品配置的替代。

有管理期货是另类贝塔值的一个例子，并且大致 70%的有管理期货计划都是简单的基于准则型的趋势跟随者，而且它们之间具有高度相关性。另类贝塔值是一种简单并基于准则的非传统风险敞口。典型地，另类贝塔值是曾被视为阿尔法值来源，但很快即被商品化的策略或者因素。

该方法只不过是一种资产类别(商品，尽管某些投资计划中会加入一些金融产品)的战术投资方法，在下一章中您将读到更多关于此话题的内容。我们预期在未来 1～2 年内将看到不少有管理期货发行冲击市场，而这将给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此类投资收取的费率施加压力。虽然大多数被动指数在费率上会下落 0.1%～0.3%，但此类另类贝塔值基金则会下滑 0.5%～0.75%。想要获得更多背景资料，可以查阅桥水公司网站(www.bwater.com)上的研究资料，特别是题为"对冲基金放大的贝塔值"一文。桥水公司发现不少对冲基金策略可以通过一些普通风险因素进行简要解释，这里面就包括可转换债券套利、新兴市场、并购套利、危机证券，以及固定收益套利策略。

莱德投资公司(Rydex：www.rydex.com)以共同基金结构在美国启动了第一只有管理期货发行(RYMFX)。市面上也有其他公开发行的有管理期货，但对普通投资者而言，投资于其中大多数都非常困难而且费用昂贵。先行公司(Frontier)是开拓者，它首先打破常规以使其基金可向公众开放。相反，莱德公司的基金招股说明书则长达 500 页以上。

莱德基金的投资逻辑建立在一个简单的移动平均模型之上，该模型由维克托·斯波朗迪(Victor Sperandeo)创建，并取名为标普多样化趋势指标(S&P Diversified Trend Indicator：DTI)。该基金对商品和金融衍生品都采取多/空投资方法。读者如果希望对此领域深入研究，除了可以参看本书下一章外，还可以查阅斯波朗迪的《商品市场的交易员维克》一书。

就在最近，一个以较低费率结构建立在 DTI 的姊妹指数——CTI(该指数将利率和金融衍生品排除在外)之上的 ETN(交易代码：LSC)——已经进入市场。

股票替代基金——无所不适

共同基金领域也有一些阿尔法值制造者，但多数情况下这些基金应被视为替代基金。因为它们大多涵括了股票风险，因此如果您愿意，最好用某些此类基金来代替您的股权资产配置，否则您可能要承担额外的风险。类似于斯文森在耶鲁捐赠基金说明书中提及的"无所不适"基金，这些基金容易以独立于指数的方式产生回报。

法尔霍姆基金(Fairholme Fund，FAIRX，http://www.fairholmefunds.com)自 2000 年发行以来，以每年超过 10%的年化收益率高速增值。该基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经理人布鲁斯·伯克维茨(Bruce Berkowitz)一直运作着不参照基准指数的高度集中的投资组合，其前五位持仓总值占到整个基金的近 50%。更重要的是，他将个人投资财富的全部都投入该基金之中。

另一名相似的经理人是肯·希布纳(Ken Heebner)，他掌控着 CGM 聚焦基金(CGM Focus Fund，CGMFX，http://cgmfunds.com)。与伯克维茨类似，他也运作着高度集中的投资组合，其前 10 位的持仓占到该基金资产总值的 80%以上。希布纳也可做空，并且在过去 10 年里他为该基金带来了每年近 15%的复合增长。上述过程中当然存在一定的波动问题，比如 2000 年就曾有过 18%的下挫。然后必须再次提到的是，在 2007 年这个损失可能高达 80%。经常情况下，当其管理资产规模过大时，基金经理人便开始缩减规模，如果希布纳在资产规模超过 80 亿美元时仍开放其基金，那将是一件非常有趣的事情。最近，希布纳表达了他将启动一只标的资产规模达到 50 亿美元基金的想法。

兼并套利策略

当耶鲁捐赠基金在兼并套利策略上进行资产配置时，我们感觉这一策略的吸引力有限。如果您感兴趣，该领域有不少基金可以考虑——MERFX、GABCX、ARBFX。这看起来像是另类贝塔值的又一个例子，并且如果 ETF 从未以低费率进入市场的话，这会是一个不错的投资选择。所有价值都来源于对将要发生的兼并行为的预期，而这是一个存在大量竞争的艰巨任务。

备兑看涨策略

备兑看涨领域类似于兼并套利策略。市场中有不少共同基金(GATEX、FUND)可供选择，但是一个可靠的方法可能应该是，筛选那些使用此策略但经常以其净资产价值(NAV)的折扣价格进行交易的封闭式基金。还要提醒的是，由于这些基金可能会承载很高的杠杆比率，因此在投资时应审慎并详细阅读招股说明书。

轮动策略

我们会在下一章详细讨论这个话题。市场中有不少基金发行都是聚焦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动量和轮动策略的。基于策略、费率、实施，以及所使用资产类别上的差异，它们具有不同的吸引力水平。总的来说，我们是此类基金的支持者，但是在选择正确基金时需要良好的辨别力。下面是一些例子：

全球轮动

- 莱德全球轮动基金(Rydex International Rotation Fund:RYFHX)。
- 克雷默/扎克国家轮动基金(Claymore/Zack's Country Rotation:CRO)。

行业轮动

- DWA技术领先基金(PDP)。
- DWA平衡基金(DWAFX)。
- VL产业轮动基金(PYH)。
- VL时效基金(PIV)。
- 莱德行业轮动基金(Rydex Sector Rotation Fund:RYSRX)。
- 克雷默/扎克行业轮动基金(Claymore/Zack's Sector Rotation:XRO)。

红利基金(或前阿尔法生成器,Former Alpha Generator)

不胜枚举的时事通讯、书籍以及投资策略都在关注红利，为什么不呢？它们一定是道出了某个好故事——如果一家公司有能力向投资者返还现金，很明显它在做某些正确的事情。许多投资者在现实中深陷窘境时，都将获得红利视为安全避风港。

"道一琼斯狗股理论"就是一个很好的例子。该策略简单地从道一琼斯工业平均指数(DJIA)的30只成分股中挑选收益最高的股票。迈克尔·奥希金斯(Michael O'Higgins)在1991年出版《打败道一琼斯》一书时[1]，这一策略应该获得了绝大多数投资者的认知和效仿。此书出版之前，该策略曾轻松

[1] 奥希金斯并非第一个提出该策略的投资人；约翰·斯拉特(John Slatter)曾言，是其1991年的著作《安全投资：不亏损前提下的赢利技巧》以及H.G.斯内德(H. G. Schneider)1951年6月发表于《金融杂志》的一篇文章，较早论述了投资于低市盈率道一琼斯股票的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越基准道—琼斯工业平均指数，但自 1991 年之后的年份里，该策略的表现只能和道—琼斯工业平均指数持平(而 2008 年 6 月则见证了，此年度成为该策略有记录以来最糟糕的年份)。许多观察家认为，这是当大量资金流向某个策略而导致其无效的一个很好案例。[1] 但是，市场的结构性变化才更有可能是红利丧失其市场预见能力的原因。

红利(股息)仅仅是向股东返还资本的一个途径。股份回购是另一个方法(参见微软)，因为该方法无须像红利一样需要纳税，因此可以说它是一种返还利润更有效的手段。股份回购占据着今天所有股东派息的近一半份额，而且自 20 世纪 80 年代早期以来，相关比例一直在稳定增长。这其中当然存在着结构性原因，并主要归因于美国证券交易委员会(SEC)于 1982 年实施的机构化准则 10b-18——该准则为实施股份回购的公司提供了免于股票操纵指控的安全避风港。要了解关于准则 10b—18 对市场影响的更多信息，可参见格鲁隆和麦卡利(Grullon and Michaely，2002)的相关文献。

由鲍多克(Boudoukh)、麦卡利、理查森以及罗伯茨(Roberts)完成的题为“派息收益重要性研究”的文章，分析了派息收益以及净派息收益，他们给出的公式如下：

派息收益　＝股息花费的美元数额＋股份回购花费的美元数额

净派息收益＝股息花费的美元数额＋股份回购花费的美元数额
－新股发行募得的美元数额

上述作者们发现，“广为述及的红利(股息)对超额股票收益之预见能力的下降，大多应归因于对另类渠道的忽略，正是通过这些渠道，公司向股东们派发并募集了现金”。此外，虽然一段时间以来，股息收益已经丧失其预见能力，但派息收益仍然是预测超额股票收益的强力指标。[2]

---

[1] 美林(Merrill)证券曾经创建过一只名为选择－10(Select－10)的单位信托，其管理资产(AUM)规模超过 100 亿美元。

[2] 一篇更全面的分析文章于 2008 年晚些时候发表在《金融杂志》上，文章题为“资产增值与股市回报跨行业研究”，作者是斯齐尔(Schill)、居伦(Gulen)以及库伯(Cooper)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这正是一个投资者需要对市场结构性变化保持持续警觉的一个例子，投资者不应该迷信那些仅仅是听上去能自圆其说的投资故事。

现在，我们去了解更加有意思的基金！

外国上市对冲基金[1]

记得我们在前文提及的在 2007 年获得超过 500%基金收益率的保尔森的例子吗？但是您没有办法投资那只基金，对不对？巨量的最低投资规模以及资格认定准则将我们中的绝大多数人排除在外了。但是，如果您有一个交易账户，投资于此类基金其实与买入股票一样简单。泰晤士河基金（Thames River）（2007 年上涨 25%）以及迪欣阿尔法，（Dexion Alpha，上涨 12%）因为都持有保尔森基金，因此是个人投资者可以购买的两个基金的例子。事实上，2007 年，将近 20%的外国上市基金至少配置了一只保尔森基金。

不同于私人合伙制，外国上市对冲基金行业有点类似于美国的封闭式基金领域。它们当中有不下 50 只基金的资产规模超过 200 亿美元，而且所管理资产的增值惊人——2007 年上市基金业获得了 50%的上涨。虽然多数此类基金以基金的基金形式在伦敦上市，但随着公众对此类投资空间的不断熟悉，个人基金在将来应该会获得更多上市机会。目前，有 6 只对冲基金与基金的基金是计入金融时报证券交易（FTSE）指数的。同时在阿姆斯特丹、瑞士以及加拿大也有此类基金上市。

截至目前，在美国没有对冲基金上市。过去有传闻威廉·阿克曼（William Ackman）正考虑发行一只基金。他掌管着规模 60 亿美元的潘兴广场资本管理公司，并曾言："我确信好的对冲基金应该获得公开交易的机会。"英国公司曼氏集团（Man Group）曾在去年秋天排队准备成为第一家在纽交所

[1] 显然这里存在着美国投资者必须分析并解决的潜在税收问题。我们在本章展示下述信息的原因有两个。首先，作为对行业的一种知识型介绍以及对美国在上市基金方面多大程度上落后于世界上其他国家的一篇评述，我们应该讨论这些信息。其次，我们希望美国投资者可以参与的新产品进入市场后，能够缓和后面几页所列出的某些担忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(NYSE)上市对冲基金的公司，但最终因为其两名基础资产管理人——泰和资本(Tykhe Capital)以及 AHL 核心基金(AHL Core)——的糟糕业绩而不得不推迟发行。

为什么一家公司会追求上市？因为上市能为投资经理人提供一个长期资本来源，确保经理人在不用担忧短期资金募得与赎回的情况下执行其投资策略，并且推动经理人向新的投资疆界迈进。

第一批上市公司是 1996 年上市的另类投资策略公司和 Altin 有限公司(Altin AG)，它们分别筹集了近5 000万美元。这个行业的当代起步实际上要追溯至 2002 年 12 月迪欣绝对收益基金(Dexion Absolute)的发行。除了首发募集到3 400万英镑(6 300万美元)之外，其在接下来的 18 个月里完成了两次二次发行后，其资产规模也翻了 7 倍并达到2.4亿英镑(4.45 亿美元)，而其中大量新资金来自新进投资者。强势的业绩记录助推了进一步的成长，这既包括其自身资产规模的增长，也包括更多的二次发行，目前其资产规模已达 8.7 亿英镑(16 亿美元)并有下一步基金募集的考虑。迪欣绝对收益基金及其基础管理人——哈里斯另类资产管理公司(Harris Alternatives，位于芝加哥)——的成功，已经为在英国上市的对冲基金产品公司打出了最强有力的广告。

由于此类基金的交易所交易性质，它们也可以按照其净资产价值的溢价或者折价进行交易。此类基金买卖的一个聪明办法是在其折价交易时买入[博萨德基金(Boussard)在 2008 年曾出现高达 30%的折价]，然后在其溢价交易时卖出。如果您还记得，哈佛与耶鲁捐赠基金在它们投资于美国封闭式基金的投资组合中也采取了类似的方法。现在发行的多数基金为控制其相对于净资产价值的折价问题，都设置了回购基金份额的条款。

此类基金的另一有利之处是它们对个人投资者没有资格要求。许多基金因为过高的最低投资底线或者向新投资者关闭而不可能向个人投资者开放的问题，都可以通过上市基金的基金(FOF)得到解决。表 6.7 显示了按管理资产规模(AUM)排在前 15 位的此类上市基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一节详细讨论了在各交易所上市的最大型基金以及基金的基金。投资者可以从这些基金的网站获得更多包括基金资料、访谈以及收益率在内的基金信息。如果身处美国，要访问这些网站，您可能必须暂时忘却自己的位置。同样地，也是一些欧洲银行填补了这些空白[荷兰银行(ABN AMRO)，德利佳华(Dresdner Kleinworst)]。

为什么没有一家对冲基金在美国上市？这里有许多潜在原因，但只有几个是主要的。一位经理人认为，这是因为共同基金的游说能力过于强大。而另一名经理人则提及外国对冲基金上市的要求要简单得多。不管是何原因，当第一位无畏经理人在美国上市对冲基金的时刻，那一定是个伟大的日子。

表 6.7　　最大规模的基金以及基金的基金(FOF)

公　司	基金类型	上市交易所	管理资产规模(百万英镑)
迪欣绝对收益(Dxion Absolute)	FOF	LSE	1 492
MW TOPS	HF	AEX	960
BH 宏观策略(BH Macro)	HF	LSE	876
Boussard & Gavaudan	HF	AEX	746
BH 全球策略基金(BH Global)	HF	LSE	507
绝对投资基金(Absolute Invest)	FOF	SWX	459
泰晤士河基金(Thames River)	FOF	LSE	393
Ashmore 全球基金(Ashmore Global)	FOF	SWX	324
城堡另类基金(Castle Alternative)	HF	LSE	376
另类投资策略基金(Alternative Investment Strategy)	FOF	LSE	323
高盛动态机会基金(Goldman Sachs Dynamic Opportunities)	FOF	LSE	316
第三点离岸基金(Third Point Offshore)	HF	LSE	272
绝对回报基金(Absolute Return)	FOF	LSE	263
CMA 全球对冲基金(CMA Global Hedge)	FOF	LSE	242
Acencia 债券基金(Acencia Debt)	FOF	LSE	233

资料来源：荷兰银行(AMN AMRO)。

注：FOF=基金的基金(Fund of Funds)

HF=对冲基金(Hedge Fund)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LSE＝伦敦证交所(London Stock Exchange)

SWX＝瑞士证交所(Swiss Exchange)

AEX＝泛欧—阿姆斯特丹交易所(Euronext Amsterdam Exchange)

个人对冲基金

本节详细讨论两家稍大规模的个人基金。虽然历史上个人基金在上市基金数量与管理资产规模上都追随基金的基金，但近来却有更多的个人基金发行，并且在资产规模上也可与基金的基金持平。

基金公司：第三点离岸有限公司(Third Point Offshore Ltd)

基金管理人：第三点有限责任公司(Third Point LLC)

网址：www. thirdpointpublic. com

地址：纽约市

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：TPOG(雅虎代码：TPOG. L)

基金管理资产：大约 1.5 亿美元

货币份额类型：英镑、美元、欧元

第三点离岸基金是一只启动于 2007 年 7 月、资产规模达到 5 亿美元并在伦敦证券交易所上市交易的全球多/空股权基金。该基金将其全部资产都投资于第三点离岸基金(母基金)，后者由丹尼尔·勒布(Daniel Loeb)于 1995 年创立，他是一名事件驱动型、自下而上的基本面价值投资者。勒布执行多/空策略，并重点关注美国市场上的危机与兼并套利情势以及某些欧洲中盘和大盘股权。第三点基金的目标净多风险敞口为 20%～80%，其中有 80～100 的多头头寸和 50～60 的空头头寸。

自 1995 年启动以来，该基金取得了每年近 20%的收益率，每年超过标普 500 指数 10%以上。更令人惊奇的是，勒布在实现上述回报率的同时，其回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
·任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报波动水平也低于标普 500 指数。第三点基金之所以被视为积极行动者，是因为在公司中持有的大量仓位会左右相关公司的管理。勒布本人也是对冲基金圈子里有名的坏男孩，他以对所投资公司管理层毫不友好的电子邮件和信件闻名。(读者可以用 Google 搜索一封他与潜在雇员的交换邮件，内容特别有趣。)勒布还(在当时)购买了史上最昂贵(4 500 万美元)的曼哈顿住宅。而这只基金得名于马力布(Malibu)的一个冲浪浪点。

2008 年该基金取得了－38%的回报率，并且一度以 50%的折价进行交易。您可以到其官网提供的第三点基金月报中获得各类信息。在我们撰写该书时，该基金的前五位持仓分别是塔吉特公司(Target Corp.)、埃克斯科资源公司(Exco Resources)、PHH 公司(PHH Corp.)、艾斯本技术公司(Aspen Technology)，以及天睿数据公司(Teradata Corp.)。

基金公司：BH 宏观有限公司(BH Macro Ltd)

基金管理人：布莱文·霍华德离岸资产管理公司(Brevan Howard Offshore)

网址：www.bhmacro.com

地址：伦敦

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：BHMG(雅虎代码：BHMG.L)

基金管理资产：大约 7 亿美元

货币份额类型：英镑、美元、欧元

布莱文·霍华德资产管理公司由阿兰·霍华德(Alan Howard)于 2002 年创建，公司目前拥有近 400 名员工。该公司管理资产规模总额超过 200 亿美元，其年收益率大约在 14%且波动水平大大低于标普 500 指数。上市的 BH 宏观基金将其所有资产都投资于布莱文·霍华德母基金，其基础宏观策略在 2008 年表现良好并获得了 20%的回报率。尽管有上述强劲表现，该基金也曾以其净资产价值的 20%折扣价格进行交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的基金

本节详细讨论一些在交易所上市的最大型基金的基金。从历史角度看，由于这些基金上市时间早于个人基金，因此它们为数众多而且管理的资产规模也更加庞大(尽管现在这两类基金已经基本持平)。

基金公司：迪欣绝对收益有限公司(Dexion Absolute Ltd)

基金管理人：哈里斯另类资产管理公司(Harris Alternatives)

网址：www. dexionabsolute. com, www. harrisalternatives. com

地址：芝加哥

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：DAB(雅虎代码：DAB. L)

基金管理资产：大约 10 亿美元

货币份额类型：英镑、美元、欧元、澳元

迪欣本质上是众多基金[包括迪欣股权(Dexion Equity)、迪欣交易(Dexion Trading),以及迪欣阿尔法(Dexion Alpha)]的一个营销工具，同时负责将基金管理分包给不同的基金经理人。迪欣绝对收益基金，也就是这些上市基金的基金的祖基金，则由哈里斯另类资产管理公司管理。哈里斯通过其各类基金管理的资产规模近 130 亿美元。

该基金的管理模式类似于哈里斯的旗舰基金奥罗拉(Aurora)。其投资目标是通过多样化风险结构的投资组合手段，在低波动水平以及与整体股票和债券市场低相关的前提下实现持续且长期的资本升值。奥罗拉基金有三个目标：实现稳定资本升值，展现低波动水平，以及展现与股权和固定收益市场的低相关性。该基金在下列各策略上配置了 50 名不同的基金管理人：

策略	资产配置(%)
多/空股权	34
多策略	21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合对冲	12
全球宏观	11
多/空信贷	11
主动策略	11

这一配置状况与奥罗拉基金的回报状态良好契合——自 1998 年起他们获得了在 5%波动水平下 10%的回报率。这与股票市场收益率相似，而波动率是后者的 1/3。其最大跌幅为 20%左右。更重要的是，奥罗拉基金在 2000 年、2001 年以及 2002 年都取得了正收益——这些都是股市回报糟糕的年份。迪欣最近的一些持仓包括帕罗米诺基金(Palomino Fund)、兰斯登尼英国股权基金(Lansdowne U. K. Equity Fund)、图拉基全球资源基金(Touradji Global Resources)，以及伊肯基金(Ichan Fund)。

基金公司:另类投资策略有限公司(Alternative Investment Strategies Ltd)

基金管理人:国际资产管理公司[International Asset Management，自 2006 年起已成为荷兰银行(ABN AMRO)的一部分]

网址:www. aisinvest. com

地址:伦敦、纽约

上市地点:伦敦证券交易所(LSE)

基金代码:AIS(雅虎代码:AIS. L)

基金管理资产:大约 2 亿美元

货币份额类型:英镑

另类投资策略基金(AIS)是伦敦证交所的第一只上市对冲基金，其首发资金募集于 1996 年。管理公司由三名前德崇(Drexel)雇员创立，管理资产总规模达到 60 亿美元左右。该基金不少持仓包括卡什资本(Karsh Capital)、QVT 全球基金(QVT Global)，以及卓敏多头阿尔法基金(Eminence Long Alpha)。自启动以来，该基金获得了 7.7%波动率水平下的 7.3%的收益率。另类投资策略基金投资了 20～40 家基金，并且没有单只基金投资超过基金总资产的 10%。基金近 40%的资产投资于多/空策略经理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金公司：高盛动态机会基金(Goldman Sachs Dynamic Opportunities: GSDO)

基金管理人：高盛资产管理公司(Goldman Sachs)

网址：www. gs. com/gsdo

地址：纽约市

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：GSDO(雅虎代码:GSDO. L)

基金管理资产：大约 2 亿美元

货币份额类型：英镑、美元、欧元

在其 2006 年发行之时，高盛动态机会基金(GSDO)曾是伦敦证券交易所上市对冲基金中首发募资规模最大的公司。目标锁定在 20 个左右相对较小的基金管理人群体的同时，该基金将其资产分别配置于事件驱动策略(40%)、股权多/空策略(26%)、战术交易策略(21%)，以及相对价值策略(13%)。高盛动态机会基金广泛投资于各类基金，其中包括托斯卡基金(Tosca)、伊顿公园基金(Eton Park)、奥克—泽夫基金(Och-Ziff)、大三角帆基金(Spinnaker)、TPG-Axon 基金、AQR 基金，以及德劭基金(D. E. Shaw)。该基金已经迈过了投资不凋花的失败尴尬，并且当前正以净资产价值的 25%折价 25%进行交易。

基金公司：泰晤士河多对冲＋基金(Thames River Multi Hedge＋)

基金管理人：泰晤士河资本公司(Thames River Capital)

网址：www. thamesriver. co. uk

地址：伦敦

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：TRMU(雅虎代码：TRUM. L)

基金管理资产：大约 3 亿美元

货币份额类型：英镑、美元、欧元

前文述及的保尔森例子是泰晤士河基金在 2007 年获得 25%收益率的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大原因。自 2004 年启动以来，该基金获得了 7%波动水平下 5%左右的回报水平。股权多/空策略是该基金最大的资产配置领域，其后分别是宏观策略、多策略以及信用策略。泰晤士河基金投资的管理人在 40 家左右，其目前最大的资产配置分别是 GLG 新兴市场基金(GLG Emerging Markets)、CQS 趋势机会基金(CQS Directional Opportunities)、SOLA I 基金、贝内隆全球基金(Bennelong Global)，以及蓝峰策略基金(BlueCrest Strategic)。

基金公司：迪欣股权另类(Dexion Equity Alternative)

基金管理人：K2 顾问公司(K2 Advisors)

网址：www. dexionequity. com

地址：斯坦福德、伦敦

上市地点：伦敦证券交易所(LSE)

基金代码：DEA(雅虎代码：DEA. L)

基金管理资产：大约 8 000 万美元

货币份额类型：英镑

K2 顾问公司由威廉·道格拉斯(William Douglas)与大卫·桑德斯(David Saunders)于 1994 年创建。桑德斯是一名“幼虎”并曾担任老虎资产管理公司(Tiger Management)的首席交易员。该公司管理的资产规模超过 50 亿美元。其上市基金自启动以来已在 6%左右波动水平下(锚定的是 HFRI FOF 指数)获得了近 3%的年化收益率，而其投资的基金数量大约是 30 家。

策略	资产配置%
多/空股权	53
相对价值套利	12
专门信用	22
另类	3
新兴经理人	3
事件驱动	7

对本节内容感兴趣的投资者，可以参见表 6. 8 为您提供的各类基金、基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础资产管理人，以及相关网站信息的列表。

表 6.8　　基金列表

基金	网站	管理人
多管理人/多策略		
Absolute Return Trust	www. absolute-funds. com	Fauchier Partners
Aida	www. aidafund. com	Aida Capital
Alternative Inv. Strategies	www. aidafund. com	Close Fund Services/International
Altin AG	www. altin. ch	Alternative Asset Advisors
CMA Global Hedge	www. cmaglobalhedge. com	Capital Management Advisors
Dexion Absolute	www. dexionabsolute. com	Dexion Capital/Harris Alternatives
Dexion Alpha Strategies	www. dexionalpha. com	Dexion Capital/RMF Investment
Dexion Equity Alternative	www. dexionequity. com	Dexion Capital/K2
Dexion Trading	www. dexiontrading. com	Dexion Capital/Permal Group
GS Dynamic Opportunities	www. gs. com/gsdo	Goldman Sachs Hedge Fund
Gottex Market Neutral	www. gottexfunds. com	Gottex Fund Management
HSBC European Absolute	www. hsbcabsolute. com	HSBC Management/HSBC
HSBC Global Absolute	www. hsbcabsolute. com	HSBC Management/HSBC
INVESCO Perp Select Hedge	www. invescoperpertual. co. uk/ipst	INVESCO/Fauchier Partners
KGR Absolute Return	www. kgrcapital. com	Kleinwort Benson(ChannelIslands)/KGR Capital
Opus Alternative Strategies	www. newfinancepartners. com	NewFinance Capital
PSolve Alternatives PCC	www. psolvealt. com	PSolve Alternative Investments
Tapestry	www. ramius. com	Kleinwort Benson(ChannelIslands)/Ramius HVB Partners
Thames River Hedge+	www. thamesriver. co. uk	Thames River Capital
多管理人/单一策略		
AcenciA Debt Strategies	www. acencia. com	Saltus/Sandalwood
F&C Event Driven	www. frmcredit. com	F&C Management/F&C Partners
FRM Credit Alpha	www. frmcredit. com	FRM Investment Management
Saltus Euro Debt Strategies	www. saltus. com	Saltus CI/Saltus Partners LLP
Signet Global Fixed Income	www. signetmanagement. com	Signet Capital Management
单一管理人/基金的基金		
Cazenove Absolute Equity	www. cazenovecapital. com	Cazenove Capital Management
Close AllBlue	www. closeallbluefund. com	BlueCrest Capital Management
Close Man Hedge	www. closemanhedgefund. com	Man Global Strategies
JPMorgan Progressive Multi-Strategy	www. jpmprogressivemultistrategy. co. uk	JPMorgan Asset Management

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金	网站	管理人
单一管理人对冲基金		
BH Macro	www. bhmacro. com	Brevan Howard Offshore
Boussard & Gavaudan	www. bgholdingltd. com	Boussard & Gavaudan Asset
MW Tops	www. mwtops. eu	Marshall Wace
RAB Special Situations	www. rabspecialsituations. com	RAB Capital
Third Point Offshore	www. thirdpoint. com	Third Point LLC

操作注意

在投资这些基金以前，仍有许多事项需要考虑。

因为这些基金都是在外国交易所——主要是伦敦证券交易所——进行交易的，因此投资者需要拥有可进行外国证券交易的经纪账户。多数情况下，Etrade 公司和交互经纪公司(Interactive Brokers)都提供简洁的使用界面供投资者进行外国证券交易。

大多数基金也提供使用不同货币标价的多种基金份额类型，以帮助投资者获得对冲不利的货币价值波动的好处。美国投资者如果有机会，可以购买美元标价的基金份额类型。除了具有相当流动性的前 10 位基金之外，普通基金都有 2%的买入/卖出价差。因此，投资者在购买此类基金份额时应保持谨慎并使用限制委托方法，这与在美国交易小盘和微盘股时采用的方法类似。

投资者需要考虑的最大问题应该是围绕上述基金交易的潜在税收问题。虽然不是很确定，但一般来说，上述外国基金可能会被视为被动外国投资公司(Passive Foreign Investment Companies: PRICs)。如果是这样，投资者必须在美国国内税务署(IRS)设定逐日盯市选择，然后就投资利得和损失进行纳税申报(而且只能就利得进行损失统计)。如果一名投资者损失大于利得，则其税收含义则为不利。投资此类基金的最简单方法是，潜在投资者可使用诸如个人退休金账户(IRA)这样的税收延迟账户进行操作。这对美国公民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说仍然是一个有些模糊的领域，因此行动前最好与您的税务顾问就此事进行讨论。

也有可能某只基金或者 ETN 能利用某种金融工程办法解决上述税收问题，但截至目前还没有一款产品问世。

使用美国共同基金或者外国上市基金均可投资对冲基金。与已有资产类别高度相关的基金可以在投资时作为现有资产配置的替代。表 6.9 描述了一个包含私募股权和对冲基金的资产配置样本。

表 6.9　　使用另类投资产品的投资组合样本
——包含另类投资的哈佛与耶鲁捐赠基金(数据已经圆整)

	2007 年哈佛捐赠基金(%)	2007 年耶鲁捐赠基金(%)	
本国股票	10	10	VTI
外国发达国家股票	5	10	VEU
外国新兴市场股票	10	10	VWO
债券	10	5	BVD
财政部通胀保值证券(TIPS)	5	—	TIP
房地产	10	15	VNQ
商品	15	15	DBC
私募股权	10	20	PSP/PFP
对冲基金	20	20	XXX
总和	100	100	

本章小结

● 对冲基金经理人总是寻求最可能生成阿尔法值的主动投资策略。因为存在着费率结构，因此顶级对冲基金经理人的薪酬是相当惊人的。

● 在 2007 年，市场上有总数超过1 万家的对冲基金，管理的资产规模大致为 2 万亿美元。

● 投资于对冲基金的一些好处包括：更高的绝对收益和风险调整后回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报、与传统投资品较低的相关性，以及对相关投资组合更少的约束。

- 投资于对冲基金的某些潜在不利之处包括：资格要求、流动性缺乏、基金管理人的选择、欺诈、税收、透明度，以及向新投资者关闭的顶级基金。
- 基金的基金可以帮助消除不少投资组合构建以及尽职调查的麻烦，但也增加了额外费用。
- 美国市场正开始迎接越来越多的对冲类共同基金以及 ETFs。
- 外国上市对冲基金是一个巨大且增长迅速的领域，目前大概有 50 只此类基金，并管理着 200 亿美元的资产。
- 投资者可以投资外国上市对冲基金，但是因为法律以及税收问题，需要保持适当谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

主动管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章　以不损失制胜

第一原则是不亏损。第二原则是不要忘记第一原则。

——沃伦·巴菲特

21 世纪的许多全球资产类别都为那些买入并持有长达一代人时间周期的个人投资者创造了惊人的财富。但是，绝大多数普通资产类别都曾经历过痛苦的下跌，而且许多投资者应该都能回忆起互联网泡沫之后他们面对的40%～80%的下挫，最近的 2008 年，全球股权市场也几近崩溃。所有 G-7 成员国家都曾经历过至少一次股市市值损失深达 75%的下跌。而一次 75%的下跌所带来的不幸数学题是，这名投资者必须获得 300%的收益才可以刚好回本——这等同于他（或她）必须在此后连续 15 年里每年创造 10%的复合收益率。自 1900 年起，道一琼斯指数经历了 30 次以上的幅度超过 20%的下跌，而幅度超过 40%的也有 10 次。

如果投资于 20 世纪 20 年代末期和 20 世纪 30 年代早期的美国股市、20 世纪 10 年代和 40 年代的德国资产类别、20 世纪 50 年代中期的美国房地产、20 世纪 80 年代晚期的日本股市、20 世纪 90 年代末期的新兴市场或商品市场，或者是 2008 年的全球股权市场与商品市场（只是稍微列举几个），那么这名投资者的举动绝对是糟糕得不能再糟糕了。如果你是一棵红杉树、一只巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

龟，或者一只捐赠基金[1]，那么为长期持有而购买一项资产类别应该是好主意，但是，个人投资者通常不会给自己设定20年的时间周期，以便从一次深幅下跌中恢复。

这就是投资中存在的问题；你在获得收益的同时必须接受一定风险。在集中分析干扰个人投资者获得投资成功机会的数个行为偏差前，我们首先要了解下不同资产类别所固有的风险。同时，以基于顶级捐赠基金政策投资组合而建立的良好资产配置为指导，我们勾画出了进一步降低投资组合风险的非常简单的方法。最后，为努力接近顶级捐赠基金的绝对回报水平，我们将讨论如何通过可管理风险水平来实现递增收益。但是，首先要关注的仍然是——亏损。

亏损之伤

我经常将亏损及与之相对的赚钱放在一起思考。

——保罗·都铎·琼斯，《市场魔术师》

亏损到底有什么值得讨论的呢？

当代投资组合理论告诉我们，进行资产投资时往往存在一定折中——你因为承担风险而获得回报。图7.1显示了前文我们曾讨论过的5种公开交易的资产类别以及它们自1973年（截止12月31日的日历年度）以来的投资回报状况。虽然路径不同，但是绝大多数上述资产类别最终回报相似。一直跟踪其他资产类别走势的债券虽是个例外，但这也是符合预期的。

表7.1给出了实际的数字，虽然这期间有一些相当可观的回报率，但也有不少巨大跌幅。[2] 除了美国政府债券的最大跌幅为接近20%以外，其他

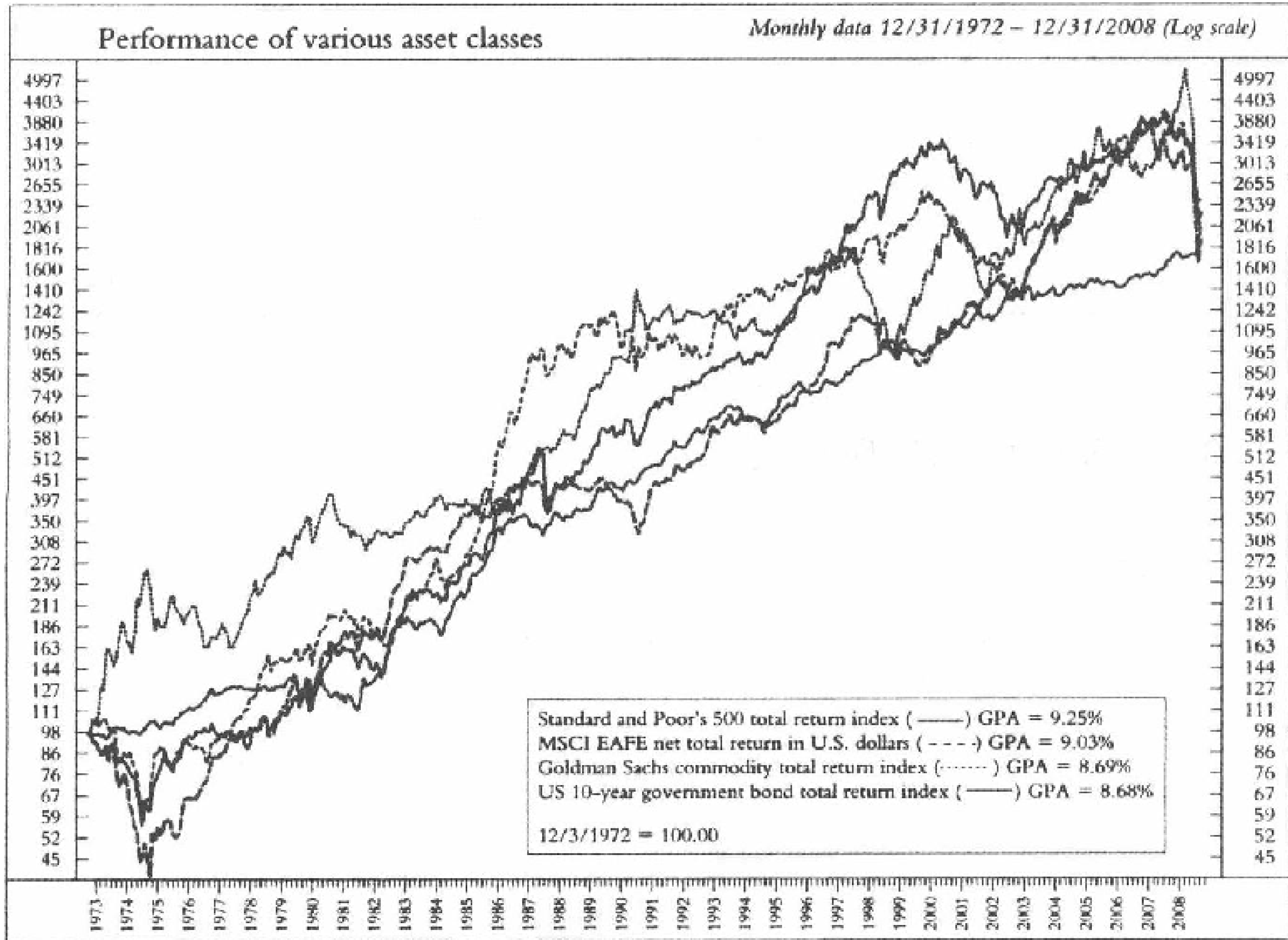
---

[1] 感谢格雷格·莫里斯(Greg Morris)给出的这个类比。

[2] 虽然捐赠基金只是报告年度回报数据，本章使用的则是年化月度波动率数据，这会与年化波动数据稍有差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 类资产类别的跌幅都在 50%左右。如果投资者进一步往回找出历史数据，下跌幅度只可能变得更大。[1] 在 1929 年崩盘期间，美国股票市场遭遇了大致 80%的下跌。



© 2008 年奈德 · 戴维斯研究公司(Ned Davis Research Inc.)版权所有。

图 7.1　不同资产类别的表现

没有比目睹一项投资组合遭受长期且惨烈的下跌更糟糕的事情了。正如我们早前分析的，如果损失过大则很难再进行弥补。人类行为偏差会使个人投资者在这些资产类别上的回报比前面提及的结果更差。下面我们就对一些更加常见的偏差进行分析。

---

〔1〕 将每日数据以更大的分辨率显示，也可加大下跌幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.1　　最大跌幅(1973～2008 年)　　(单位:%)

	美国股市	外国股市	10 年期国债	商品市场	房地产
年化收益率	9.26	9.04	8.69	8.73	8.54
波动率	15.54	17.18	9.06	17.04	17.06
夏普比率(6%)	0.21	0.18	0.30	0.16	0.15
最大跌幅	−44.73	−49.21	−18.79	−62.16	−58.78
最佳年回报	37.58	69.94	44.28	74.96	48.97
最差年回报	−36.77	−43.06	−7.51	−46.49	−42.23

你是你自己最大的敌人

投资不是一桩智商为 160 的小伙子就一定能打败智商为 130 的对手的游戏……一旦你确定自己只有普通的智力水平，你需要的就是控制那些将别人带入投资困境之冲动的性格。

——沃伦·巴菲特

由自然选择带来的千百万年进化赋予人类良好的生存能力，但是在交易谷歌和原油期货的时间选择上仍然很糟糕。我们已经展示了毁掉投资获胜机会的种种行为偏差。记得自己在 20 世纪 90 年代末期杀入互联网股票，然后在 2003 年卖出的举动吗？你一点也不孤单；投资者总喜欢在某个资产类别的(估值)顶部冲进去，然后在底部抛出。股票基金交易分别占到 1999 年和 2000 年共同基金资金流量的 99%和 123%。一点也没错，人们都在那时卖出了在其他资产类型上的仓位，然后将资金涌入股票市场。正因为低水平的时间选择，共同基金报告收益绝大多数时候是高于个人投资者的。

在 1973～2002 年期间，纳斯达克股票市场每年的回报率为 9.6%，但由于多数投资者是在 1998～2000 年期间才投资其中的，所以典型的资金投资获利每年只有 4.3%(迪切夫，2007)。在查尔斯·麦凯(Charles Mackay)所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著的《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》，以及查尔斯·金德伯格（Charles Kindleberger）所著的《疯狂、恐慌与崩溃》中，我们可以看到金融市场中一个又一个非理性的故事。[1]

创立于 20 世纪 70 年代的这个被称为行为金融的领域，旨在研究将上述现象应用于金融市场。大量早期工作由阿莫斯·特维尔斯基（Amos Tversky）和丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）完成。他们的发现之一是，人们总是在抛售其亏损资产时显得犹豫不决[称为期望理论（prospect theory）]。当关乎金钱时，虽然有成打的有事实依据的方法表明人们是非理性的，但其中那些更显愚蠢的行为偏差包括：

- **过分自信**——82%的司机都称自己是最好的 30%司机中的一员，80%的学生都认为自己会以班级排名靠前一半的成绩完成学业（迪尔森，2005）。
- **信息超负**——更多的信息通常会降低预测的准确度，但同时也会增加对这些欠准预测的自信度。保罗·安德里亚森（Paul Andreassen），前哈佛大学心理学家，曾在 20 世纪 80 年代进行了一系列实验室试验，为此观察投资者如何对新闻做出反应。他发现那些密切关注最新新闻并过于频繁交易的投资者，往往比那些甚少跟踪新闻的人获得的回报率低。
- **羊群效应**——1987～2007 年，标普指数的回报率为每年 10%。但是，股票型共同基金的普通投资者只赚取了 4.48%的回报。这意味着在过去的 20 年里，普通股权共同基金投资者只是勉强跟上了通胀指数（达尔巴，2008）。这一糟糕业绩主要归因于投资者低水平的市场时间选择，人们总是在高点买入、在谷底割肉。
- **规避亏损**——人们在亏损时感受到的痛苦是他们在等量获利时感受到快乐的两倍（特维尔斯基，1979）。早在 40 多年前，菲利普·费雪（Philip

[1] 要纵览各种行为偏差，可以参考杰森·茨威格（Jason Zweig）所著的《你的资金和你的大脑》一书，也可以从本书的阅读资料清单中获得更多案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fisher)在《普通股票与不寻常利润》一书中写道："有一个复杂因素使得处理投资错误愈加困难。这就是我们每个人的自我。我们无人愿意承认自己是犯了错……投资者持有某只他们并不想要的股票时，相对于任何其他某个原因，'至少不亏钱抛出'可能更是导致他们亏损更多资金的原因。"

● **锚定心理**——在平常决策制定过程中，个人常常会锚定(或者过度依赖)某个特定信息或者特定价值，然后向此价值进行调整。一旦这个锚定确立，则会出现相对此价值的行为偏差。沃伦·巴菲特曾悲叹道："当我以 X 价格买入某物而其价格上升至 X 又 1/8 时，我常常会停止买入，这可能是我希望其价格再回落到 X。当我做出此种锚定时，我已经错过了数十亿美元的收益。我因此花费了近 100 亿美元[由于没有购买足够的沃尔玛股票]。我们打算以每股 23 美元的价格购买其 1 亿股预拆分股票。我们确实买了一点，然后其价格上去了一点，我觉得价格会回落一点的——可是谁知道呢？这种咬指甲、在追加买入时的犹豫不决，让我们代价颇大"(2004 年伯克希尔·哈撒韦公司年会)。

当然，这些信息不仅对指出我们的行为偏差有价值；而且，他人的错误为我们打开了一扇帮我们获得前文讨论过的那些难以捉摸的阿尔法值的大门。记住，如仅考虑超额回报(阿尔法值)，在某人获利时必定有其他人亏损。人们总是持续不断地犯他们头脑中根深蒂固的同样错误，一而再，再而三。

一个非常简单的量化方法可以规避所有人在制定投资决策过程中所犯的行为偏差，同时也可帮助您避免犯下在 2000 年早期买入西迈吉(CMGI)而在 2003 年卖出的错误。

更重要的是，您再也不用老是不停地问自己这个问题：我该怎么办？

我们已经认识到所有的资产类别都是具有风险的，并且都会经历巨大且惨痛的下跌。营造一项捐赠基金风格的投资组合的第一步应该是，跟随捐赠基金们的战略资产配置方法，并创建一个包含多种资产类别的平衡政策投资组合。

为进一步降低投资组合风险，我们将分析一个简单系统，并说明为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场进入时间选择并非一个肮脏术语[机构更愿意用一个更高深的名字即战术资产配置(tactical asset allocation)来称呼它]。我们会关注一个简单、易于跟随、用于市场时间选择的量化系统，它将帮助我们在类同于债券市场波动和下跌幅度条件下，实现类似于股权市场的回报率。下面就开始。

实施防守

当我接受它之后，亏损再也无法困扰我。我过一夜就会忘记亏损。但这是错误的，不要接受亏损，它可正是对我们的口袋和精神造成伤害的坏东西。

——杰西·利维摩尔(Jessie Livermore)在埃德温·勒费尔(Edwin Lefevre)所著《股票作手回忆录》一书中提道

那么，是否有办法规避这些长期熊市和损失呢？

这一节也可以简单地称为风险管理。本章的大多数内容都是基于梅班·费伯2007年发表在《财富管理杂志》(*The Journal of Wealth Management*)上的一篇题为"战术资产管理的一项定量方法"的文章。这篇文章也可以命名为"风险管理的一项定量方法"。人们对用"市场时间选择"一词作为标题的反应可能是没什么感觉，但实际上他们讨论的都是同一件事情。

将趋势跟随方法应用于金融市场其实也不是什么新的尝试，迈克尔·库福尔(Michael Covel，2005)所著的一整本书都是讨论这一主题的。趋势跟随策略的原则和标准虽然惊人得多样和独特，但最终它们都只是致力于完成同一件事情：抓住某个资产类别价值正向波动的主要阶段。本质上，我们是在讨论动量。[1]

[1] 在本章我们并未提供有关动量和趋势跟随的冗长回顾，而是在本书的网站(www.theivyportfolio.com)附上了包含各类论文和文献链接的书目汇总。本书的附录A则包含了关于动量文献的简短历史介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量化系统

要想将量化系统打造成一个投资者可以跟随并且足够工程化，以便消除投资者主观决策过程中所含感情因素的简单模型时，有许多标准是必须的。它们是：

1. 简单，纯粹工程逻辑。
2. 对每个资产类别采用统一的模型和参数。
3. 完全基于价格。

基于移动平均的交易系统是最简单、最普及的趋势跟随系统。[1] 对于不熟悉移动平均的投资者而言，这其实是降低噪声的一个简单方法。图 7.2 显示了回溯至 1990 年标普 500 指数与其 10 月移动平均的比较。

技术分析领域最经常引用的趋势长期度量是 200 天简单移动平均(SMA)指标。在著作《长期视野下的股票》中，杰瑞米・西格尔(Jeremy Siegel，2006)研究了使用 200 天简单移动平均(SMA)对 1886～2006 年间道一琼斯工业平均指数(DJIA)进行时间选择的效果。其测试模型在道一琼斯工业平均指数(DJIA)在 200 天移动平均上方接近 1%时买入，然后当其在 200 天移动平均下方接近 1%时卖出并买入美国国债。

西格尔总结认为，相对于对道一琼斯工业平均指数(DJIA)的买入并持有策略，市场时间选择改善了绝对收益和风险调整后收益。同样地，当计入所有交易成本(税收、买卖价差、佣金)后，使用市场时间选择所产生的风险调整后收益仍然较高，虽然其在绝对收益上出现落后。当运用于 1972 年以来的纳斯达克综合指数，市场时间选择系统的回报全面超越买入持有策略，无论是在绝对收益还是风险调整后收益上。西格尔发现，即便考虑所有成本，在 1972～2006 年期间，时间选择模型的业绩每年超越买入持有策略 4%以

[1] 泰勒与艾伦(1992)以及路易与摩尔(1998)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

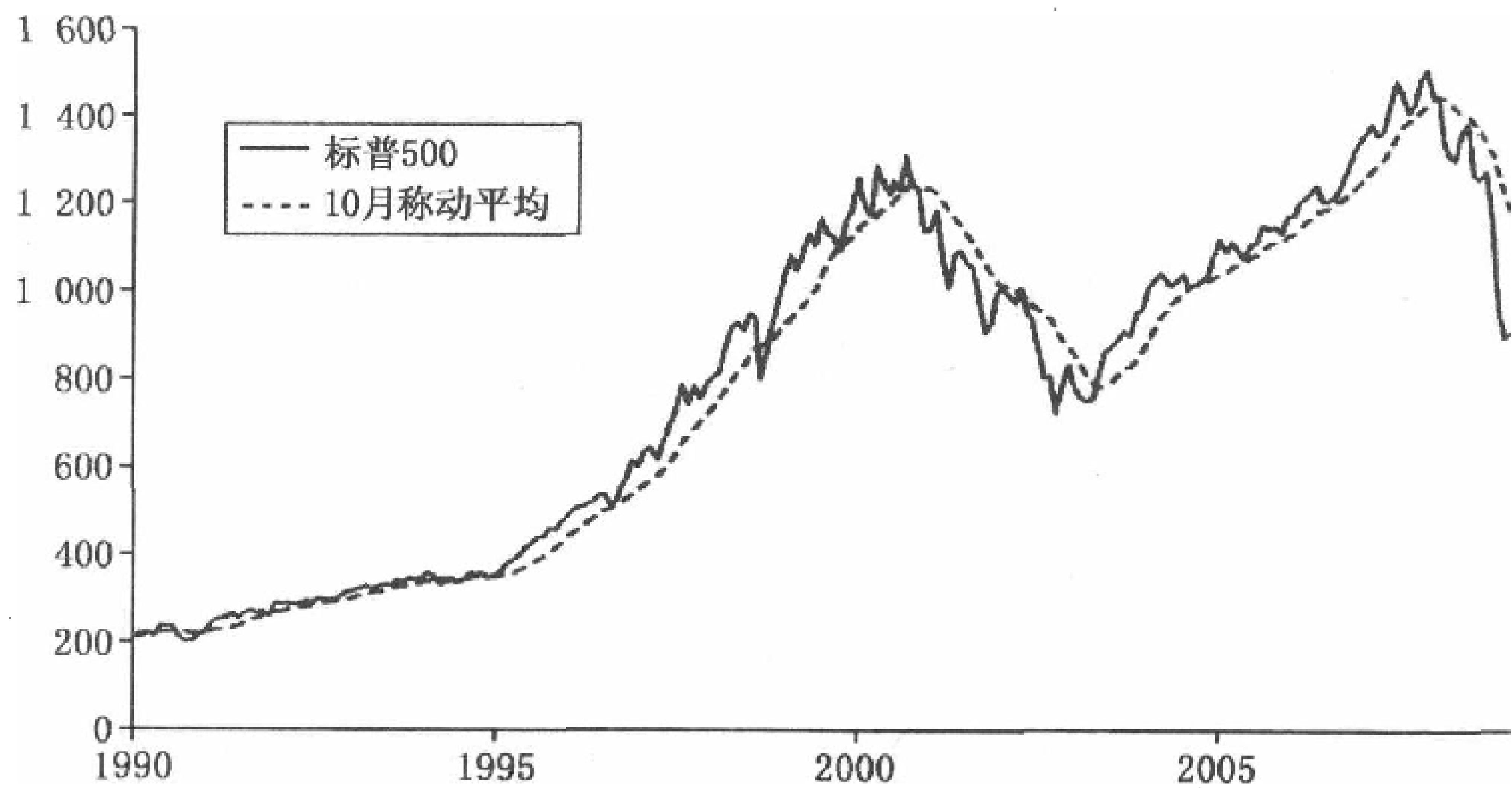


图 7.2　标普 500 指数及其 10 月移动平均线(1990～2008 年)

上——而且波动水平还低 25%。遗憾的是,西格尔并未报告下跌过程中的数据,相关结果应该能够更深入地彰显时间选择模型的优越性。(注:西格尔系统的主动性两倍于本章所展示的系统,因而会增加其交易成本。)

我们使用的是与西格尔 200 天简单移动平均(SMA)等价的月度指标——10 月简单移动平均。由于我们在进行这个检验前了解西格尔的结果,因此,我们针对美国股市的验证应该视为一个样本内测试。(这也只意味着我们已经大致瞥了一眼西格尔的数据。当然,进行样本外测试是衡量系统鲁棒性的更好指标。)[1]

这个系统是按下述原则执行的:

买入原则:当月度价格>10 月简单移动平均值(SMA)时买入。

卖出原则:当月度价格<10 月简单移动平均值(SMA)时卖出并持有现金。

(对那些不熟悉移动平均概念的读者,stockcharts. com 是一个不错的网

---

[1] 也可能希格尔通过回溯其随后测试过的时间周期,已对移动平均进行了优化处理。费伯的文章则将该方法运用至样本外超过 20 个市场,以检测其有效性,同时也是出于缓解对数据透视偏差的担忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站，它可以帮您绘制各种资产类别和基金的移动平均线。更重要的是，在总收益计算过程中，它们考虑了股息。）

除此之外，应该注意的是：

- 所有进入和退出价格都是信号截至当日的价格。模型每月只在当月最后一天更新一次。任何在本月其他时间发生的事情都会忽略。
- 所有数据序列都是包含股息的总回报序列，每月更新。
- 现金回报率是基于 90 天国债回报来估算的，而边际利率（对于杠杆化模型，将在后面讨论）则按照券商拆借利率来估算。
- 税收、佣金，以及滑价都排除在外（参见本章稍后“操作注意”一节的内容）。

系统就是这样的。交易原则很简单，但是对有些人来说，要跟随它们却很困难。为什么会这样？这与人们在节食、马拉松训练，或者收拾车库时觉得很困难的理由相同：自我控制与纪律。

量化系统的实施

为证明量化系统的逻辑和特性，我们用 1900 年以来的标普 500 指数进了检验。表 7.2 展示了美国股市（标普 500 指数）的年回报率以及对过去 100 多年使用时间选择系统的结果。仓促浏览该结果，便可发现时间选择方案改善了复合回报率，与此同时降低了风险（标准差、下跌幅度、最差年份回报），而且其投资于市场的时间长度大概只有 70%，每年执行来回交易的次数少于一次。

对时间选择系统的应用取得了上述亮丽成果，并自 1900 年以来令指数表现落后其收益近 40%。总体上取得如此超越表现的一个原因是该系统较低的波动水平，因为高波动水平会降低复合（几何）收益率。这一事实可通过比较平均收益率和复合收益率（或者说投资者实际可以实现的收益率）来进行证明。标普 500 指数自 1900 年以来的平均收益率为 11.20%，而该指数时间选择系统的数值为11.49%。但是，它们的复合收益率分别为9.21%和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.2　　标普 500 指数总体回报与时间选择系统总体回报对比(1900～2008 年)

	标普 500 指数(%)	时间选择系统(%)
年化收益率	9.21	10.45
波动率	17.87	12.02
夏普比率(4%)	0.29	0.54
最大下跌幅度	−83.66	−50.31
最佳年份回报	52.88	52.40
最差年份回报	−43.86	−26.87

注:总体回报数据序列由全球金融数据公司(Global Finance Data, Inc.)提供。1971 年之前的数据由全球金融数据公司构造。其中 1900～1971 年间数据使用的是标普综合价格指数,而股息收益数据则由考利斯委员会(Cowles Commission)和标普提供。

10.45%。请注意,买入并持有指数因为波动率的影响而损失了 199 个基点的损失,而时间选择系统遭受的影响稍小,只有 104 个基点的收益下降。埃德·伊斯特林(Ed Easterling)在约翰·摩尔丁(John Mauldin)的《仅此一桩》(2006)一书中,对此类"流动性小妖怪"给出了很好的讨论。

通过图 7.3,可以很明显看到时间选择系统在 20 世纪(对数尺度)数据上的表现尤其卓越,而其几乎规避了 20 世纪 30 年代和 2000 年左右两次重大的熊市。当然,时间选择系统虽不能让投资者在 20 世纪 20 年代末期与 30 年代早期的熊市中毫发无损,却能将灾难性的 83.66%下跌减小至 44.04%。人们常常会认为从此图上看不到两者差距是如此巨大,但这只是因为它是一张对数化图形。对数图形经常用在需要观察更长期数据的情况下,因为它们可以跨时间框架以及价格水平来平衡变化百分比。

第二张非对数化图形看起来则像一张不靠谱的报纸广告,旁边可能还附有这样的文字,"跟随我的劲爆选股,给您9 472%的回报率!"但是图形上的差异也正好证明了另一个要点:即使是很小的回报差异,在经过长期的复合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

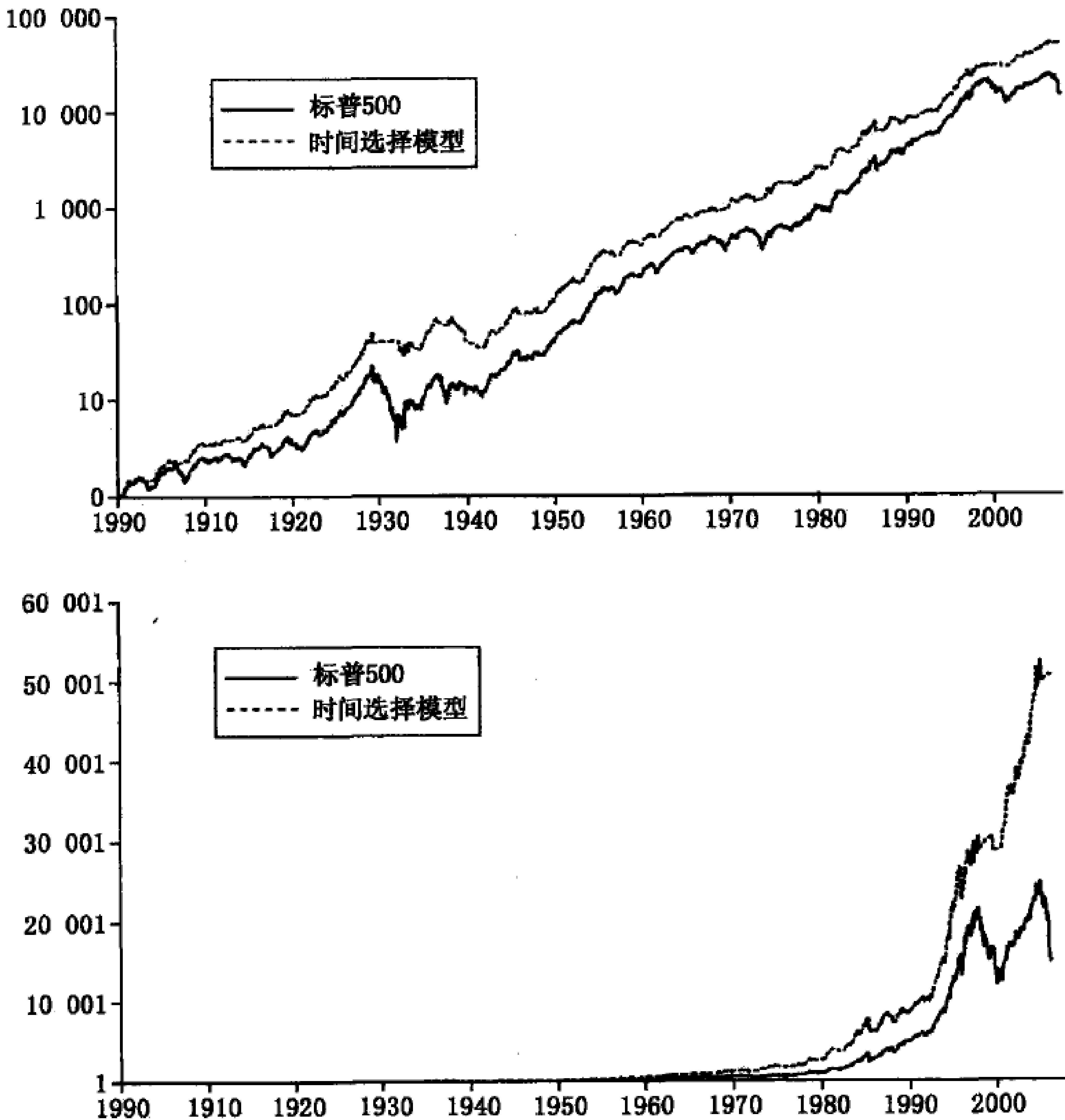


图 7.3　1900～2008 年标普 500 指数表现

积累后，也将导致最终价值的巨大差别。在此背景下，使用时间选择模型的投资者将在最终投资组合数额上获得超过两倍的收益。假定 1900 年投资 100 美元并采用买入并持有方法，截至 2008 年该投资的价值为将近 150 万美元，而同样 100 美元使用时间选择模型，则其价值为 500 万美元。

分析最近 15 年的表现，不少时间选择模型的特征变得愈加明显。图 7.4 以非对数标尺详细勾画了这两条股市曲线的差异。第一，趋势跟随模型在类似美国 20 世纪 90 年代股票市场的咆哮牛市下，其表现将落后于买入并持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型。但是,时间选择模型可增加价值的能力则需要经过一个完整经济周期后方能被辨识。

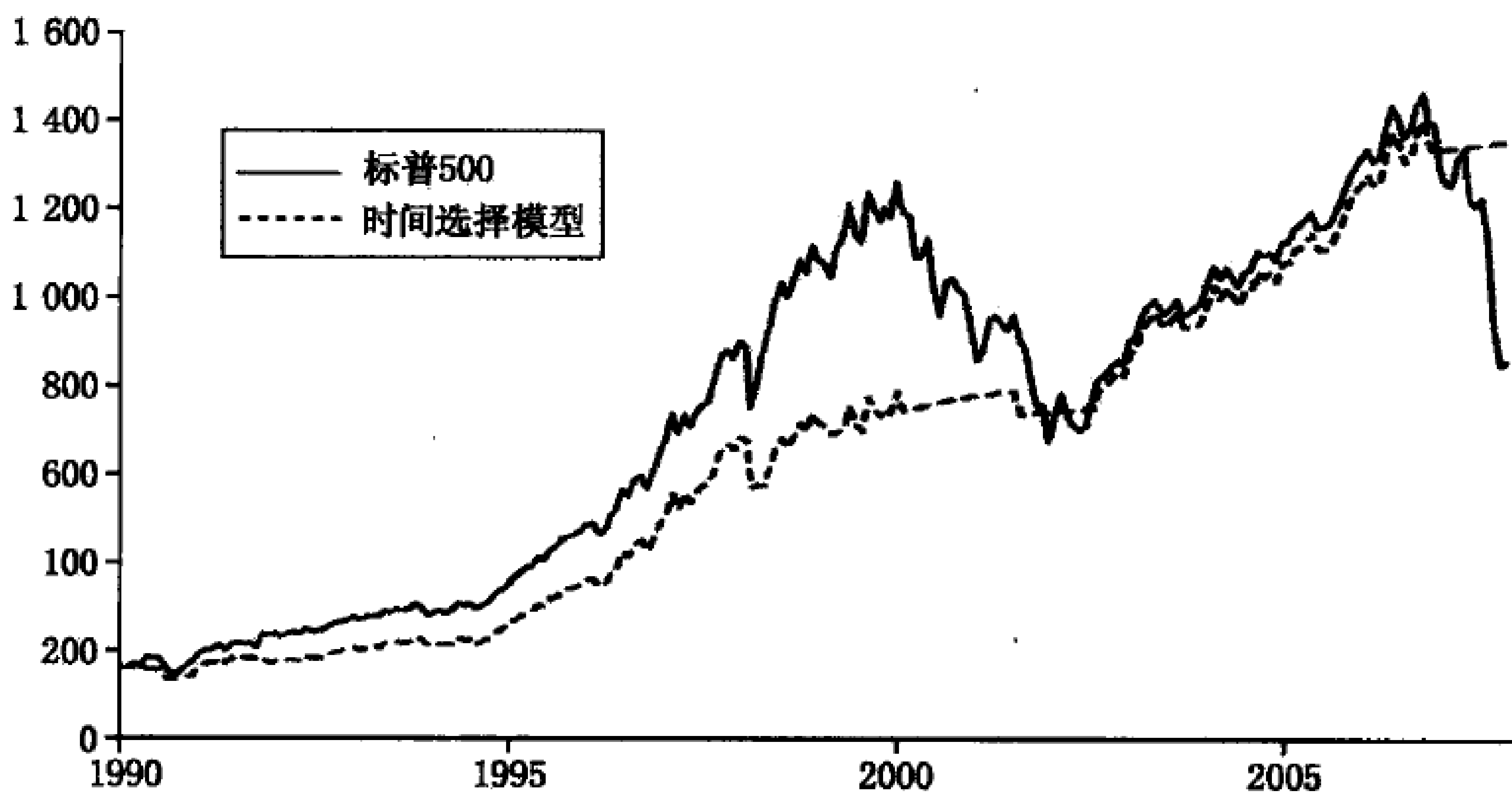


图 7.4　1990～2008 年标普 500 指数表现

表 7.3　　标普 500 指数 10 个最差年份与时间选择系统回报对比　　(单位:%)

	标普 500 指数	时间选择模型
1931	—43.86	1.41
2008	—36.77	1.33
1937	—35.26	—7.65
1907	—29.61	—0.09
1974	—26.47	8.16
1917	—25.26	—3.02
1930	—25.26	2.51
2002	—22.10	—4.62
1920	—19.69	—4.80
1973	—14.69	—15.36

资料来源:全球金融数据公司。

第二个特征是时间选择模型将不参与长期拖沓的熊市。该模型在 2000 年 10 月退出了多头投资,因此躲过了连续三个亏损年份中的两个,而买入并持有的投资者在此期间经历的 44.73%的下跌,在时间选择模型上只是更加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

温和的 16.52%。类似地,时间选择模型将在 2007 年底将其仓位变现,因此也能规避 2008 年股票市场的剧烈下挫。

表 7.3 显示了过去一个世纪标普 500 指数所经历的最差的 10 个年份,以及对应的时间选择系统的回报状况。很明显,这两者并不按照一致的步调在运行。事实上,在下跌年份里,标普 500 指数与时间模型之间的相关性大约是−0.38,而在所有年份里这个数值为 0.81。

市场时间选择的劣势

我们已经通过一个资产类别的例子讨论了时间选择系统的好处,下面是其三个潜在不足:

1. 市场时间选择系统在疯狂牛市下可能会表现落后于买入并持有策略。

2. 市场时间选择要求坚定、纪律以及类似于在减肥或马拉松训练中所需要的执着。

3. 你可能接二连三地出现多重亏损交易。

图 7.5 对标普 500 指数运用趋势跟随系统所得结果给出了很好的图形描述。时间选择系统基本没有发生巨大获利和巨幅亏损,但小获利和亏损的发生次数却相对较高。[这是降低分布厚尾的一个例子。纳西姆·塔勒布(Nassim Taleb)用《黑天鹅》一整本书讨论了厚尾问题。]本质上,该系统是这样一个信号模型,提示投资者在面对一项更具风险的资产类别但仍有潜在上升空间时持仓,以及何时应该出局并持有现金。正是这样向低波动的资产(现金)类别转移,才降低了投资组合的整体风险和调整幅度。

可能西格尔(或者其他人)已经通过回顾阶段测试结果对移动平均进行了优化。作为对优化的一个检验,也为了说明使用 10 月简单移动平均(SMA)并非唯一的解决方法,图 7.6～图 7.9 显示了使用各种参数的稳定性。随着周期和非周期性力量驱动着回报序列,计算周期在将来的表现可能有所不同,但对于长期趋势跟随上的应用而言,所有参数的作用看起来都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

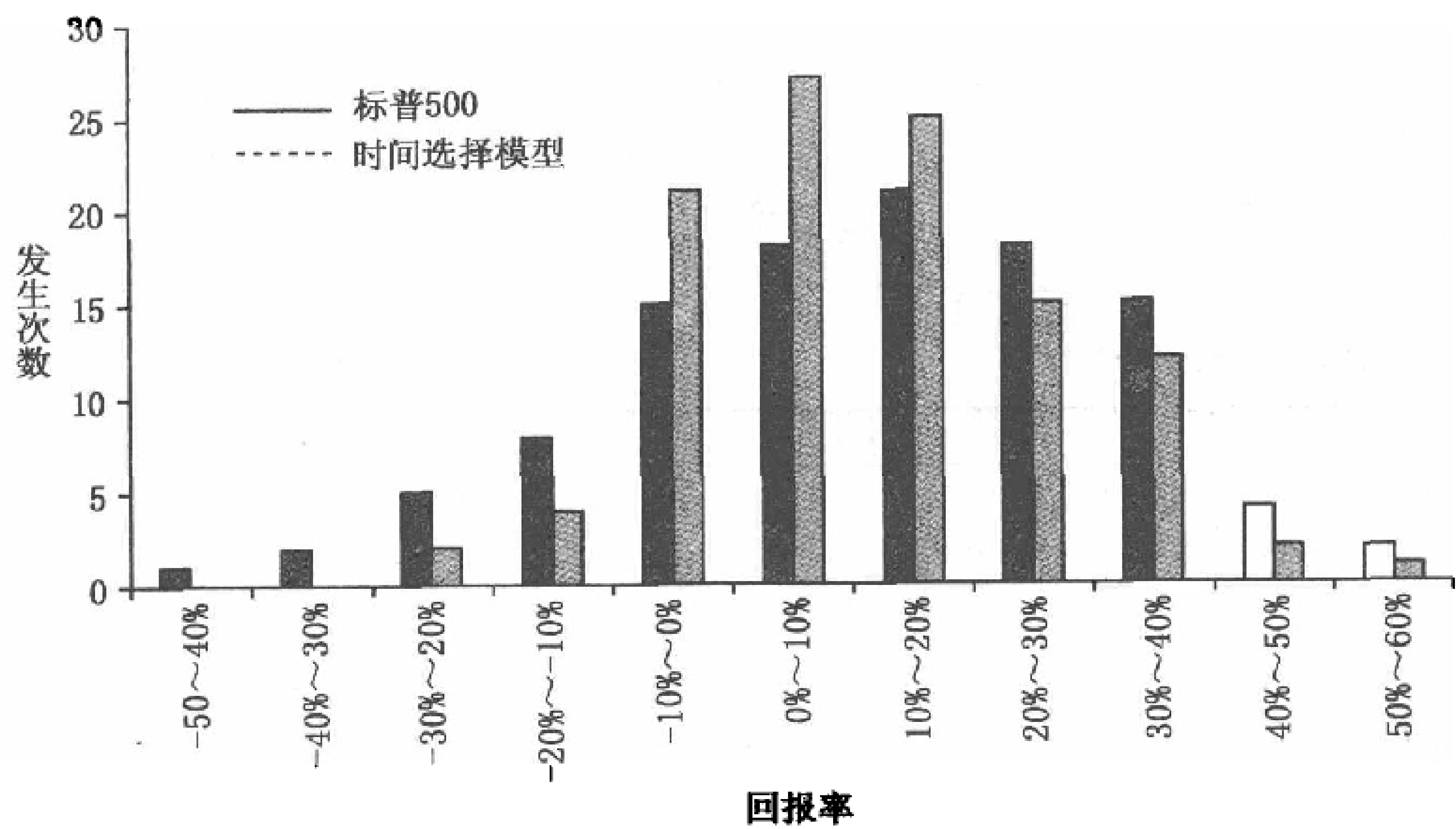


图 7.5　标普 500 指数与时间选择模型年度百分比回报对比

相似。

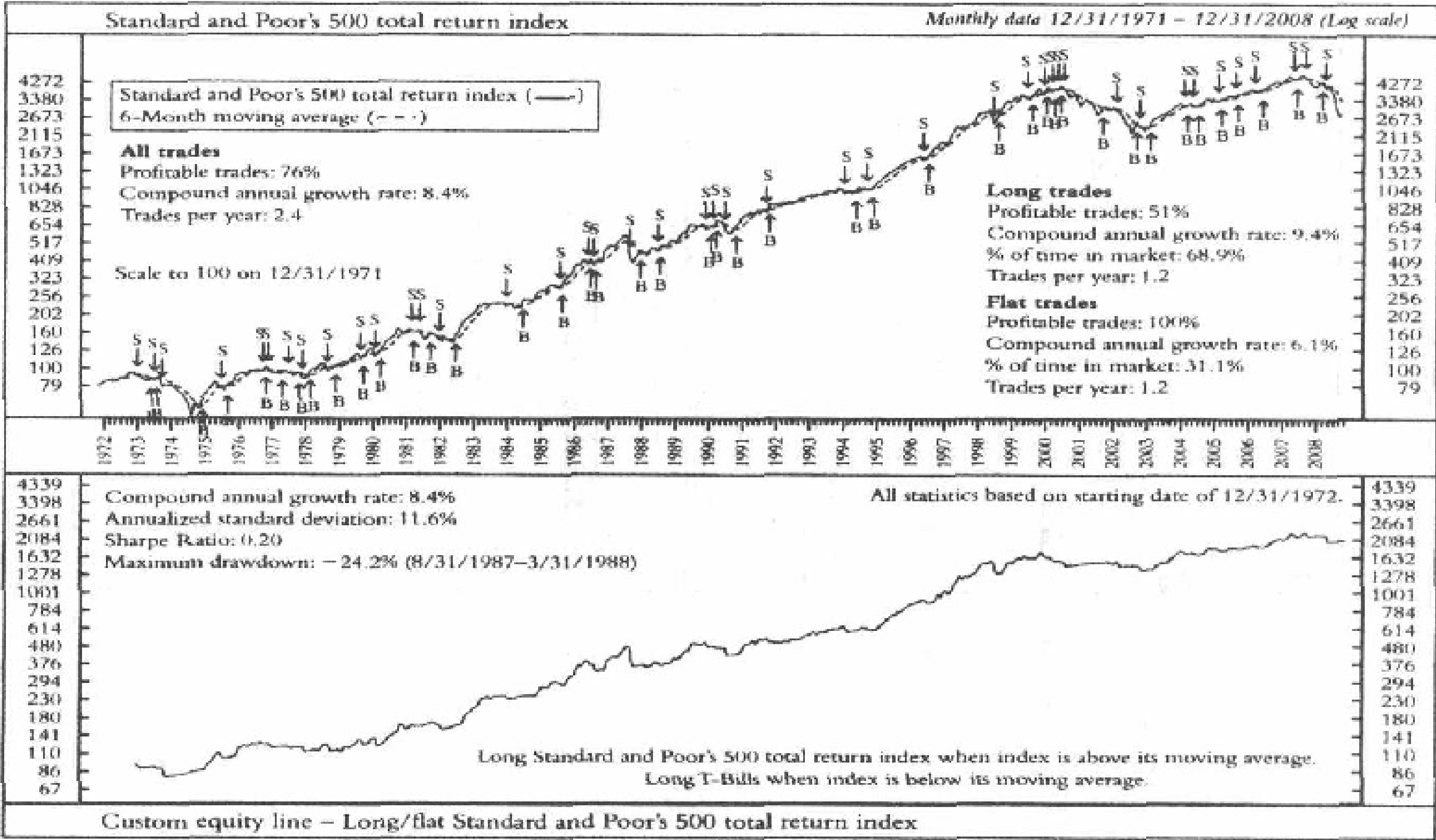
10 月简单移动平均对任何一个统计而言都不是最优参数,但很明显的是,在各种移动平均时间跨度上都存在非常宽泛的参数稳定性。

样本外测试与系统化战术资产配置

要说明数据挖掘的可能性,量化模型在标普 500 指数之外的样本外市场进行了测试。稳定模型的相关结果应该可以应用于所有资产类别。

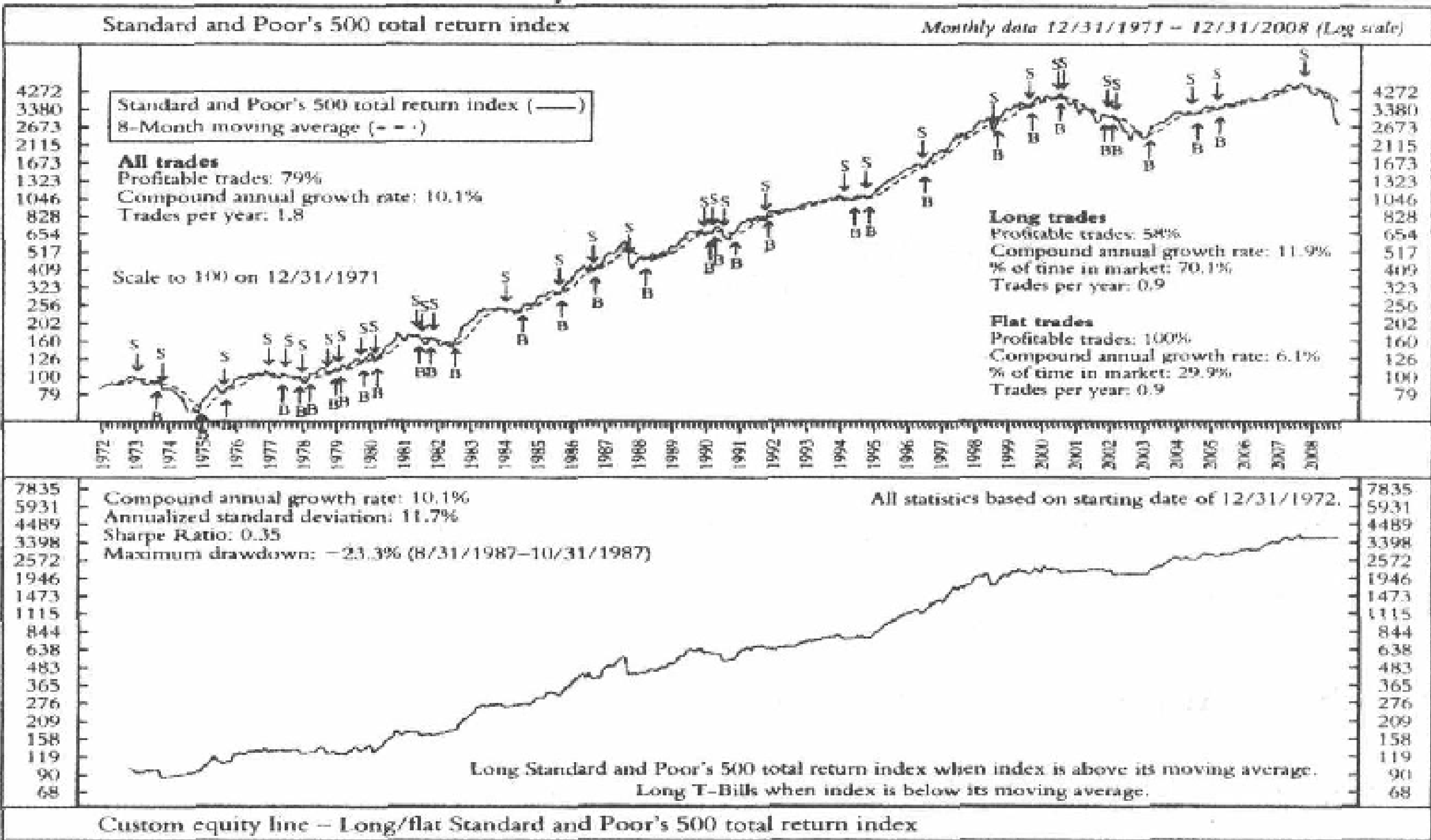
除了标普 500 指数,我们选择了相同的四个资产类别,它们包括外国股市(MSCI EAFE 指数)、美国债券(10 年期美国国库券)、商品(GSCI 指数),以及房地产(NAREIT 指数)。表 7.4 给出了对每个资产类别的结果,每个结果都来自 1973~2008 年期间的时间选择测试。图 7.10~图 7.13 则展现了时间选择模型对每个资产类别测试的权益曲线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

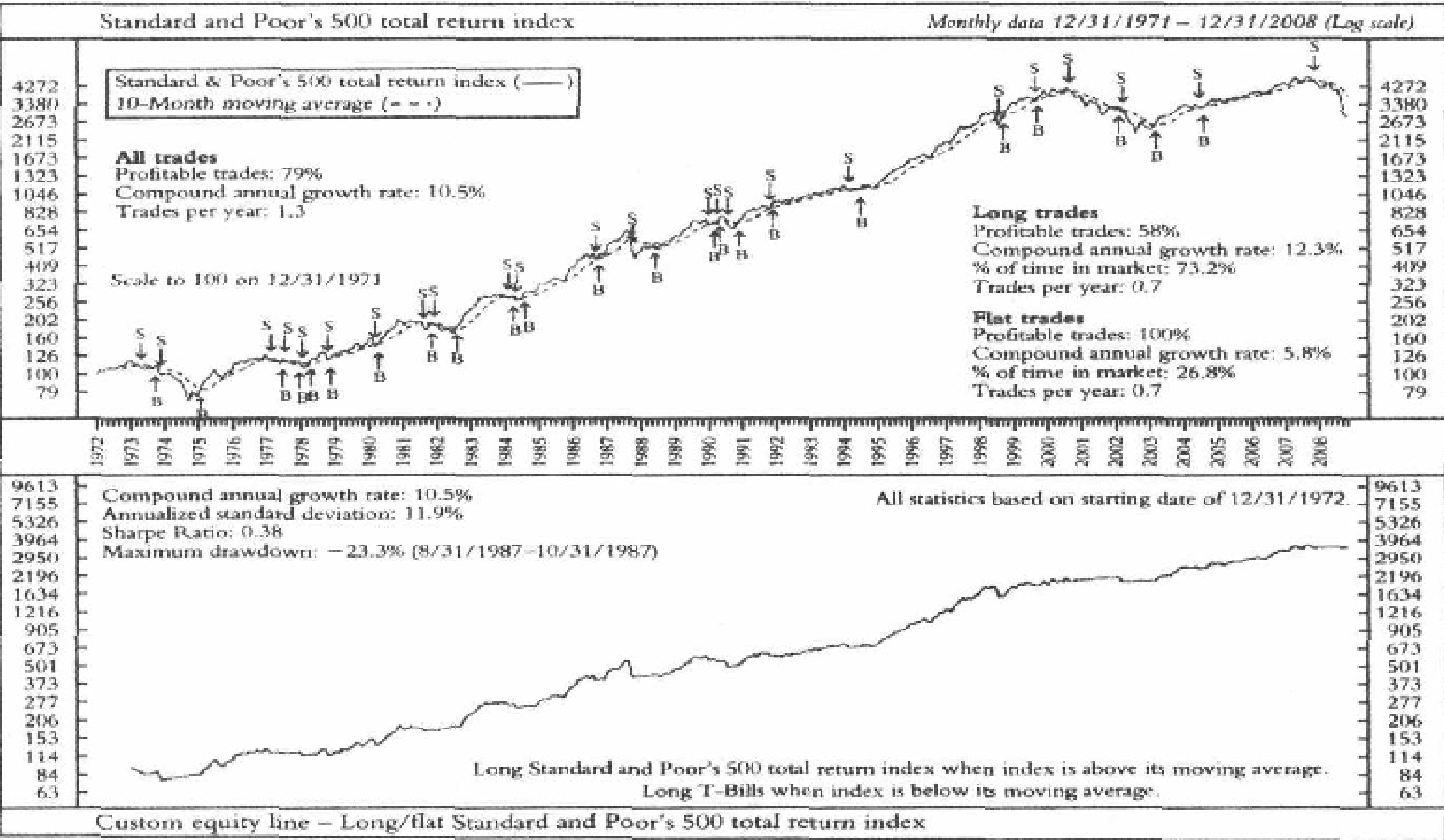
图 7.6　标普 500 指数与 6 月移动平均时间选择模型对比



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

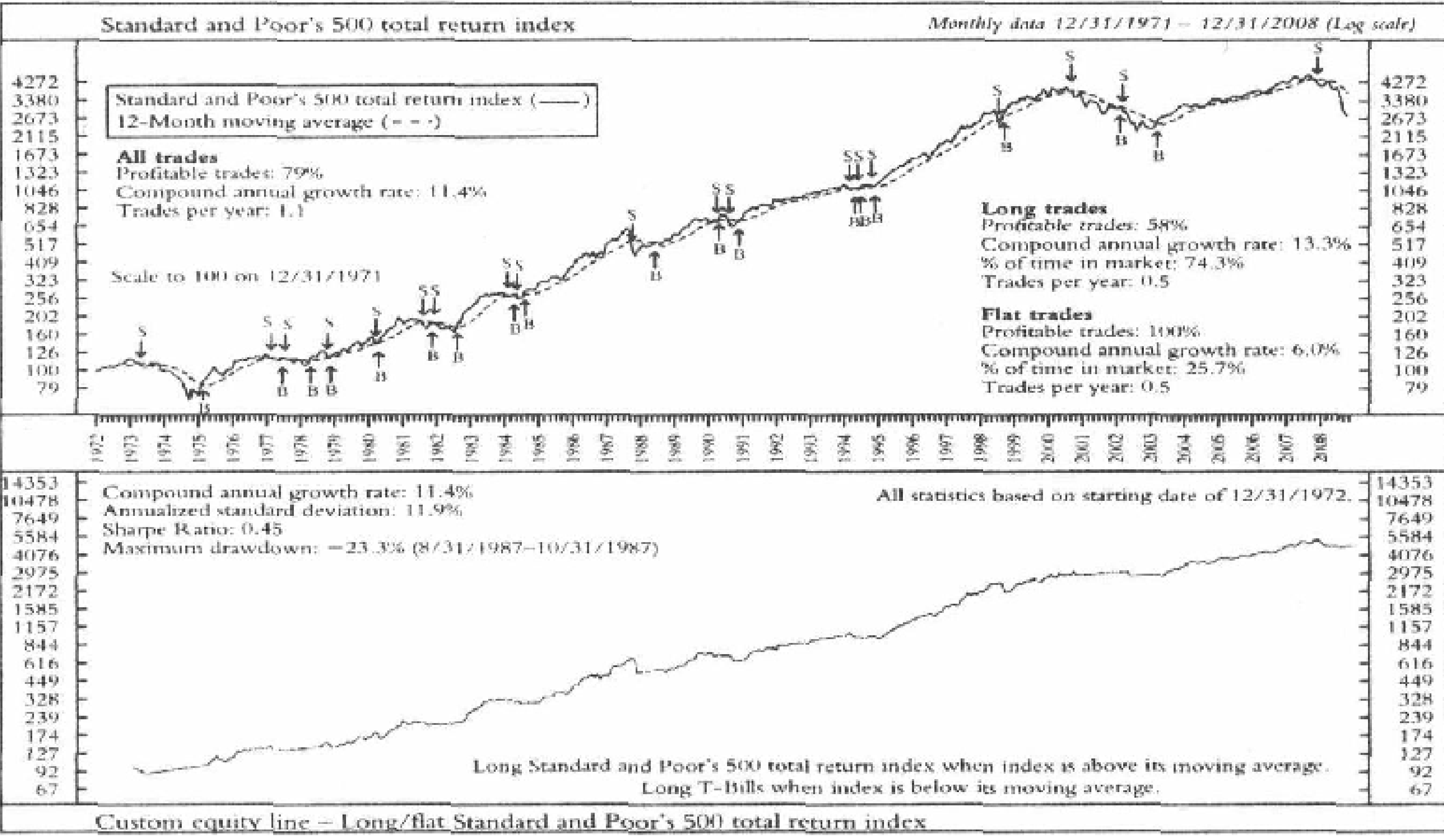
图 7.7　标普 500 指数与 8 月移动平均时间选择模型对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

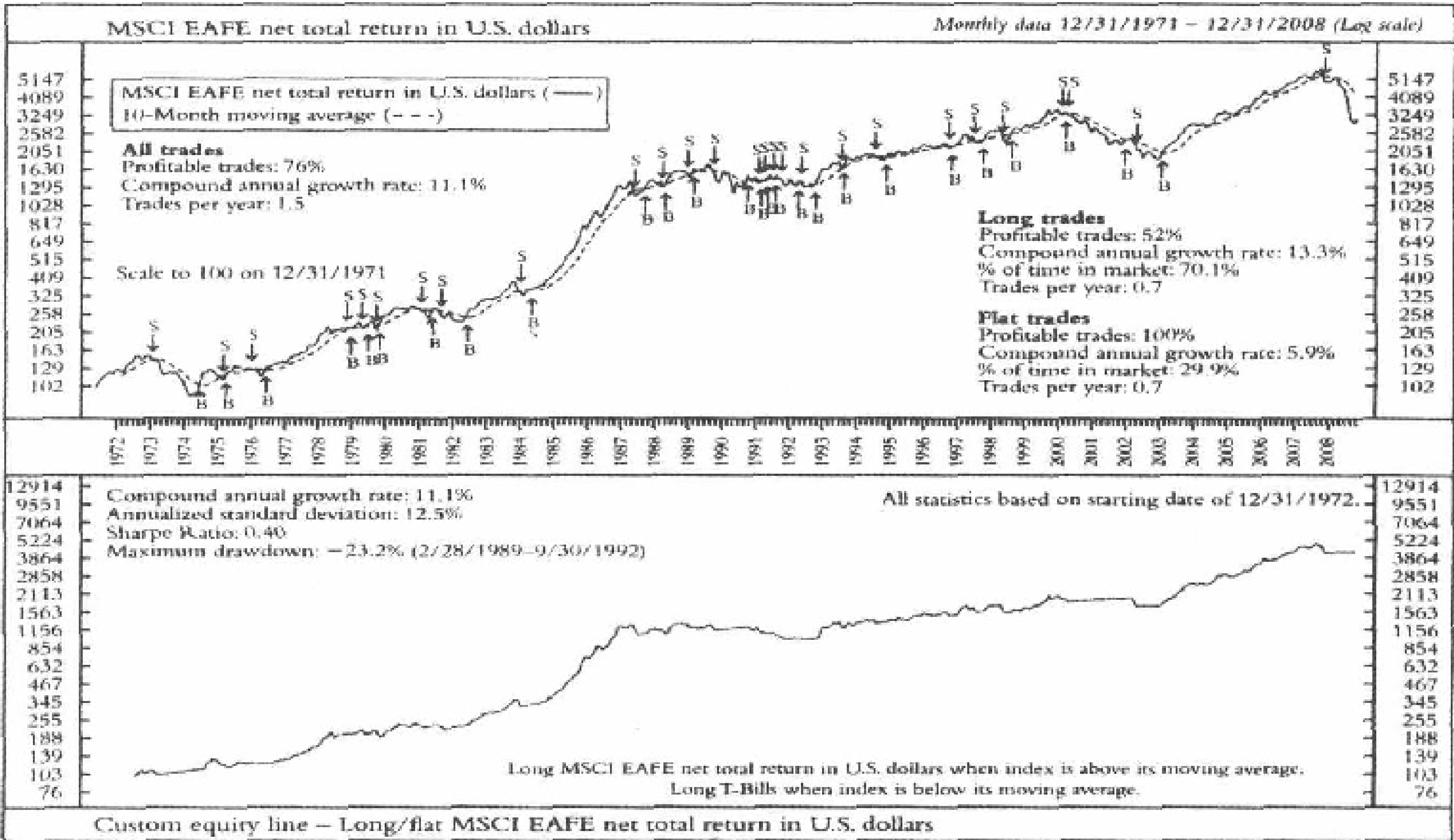
图 7.8　标普 500 指数与 10 月移动平均时间选择模型对比



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

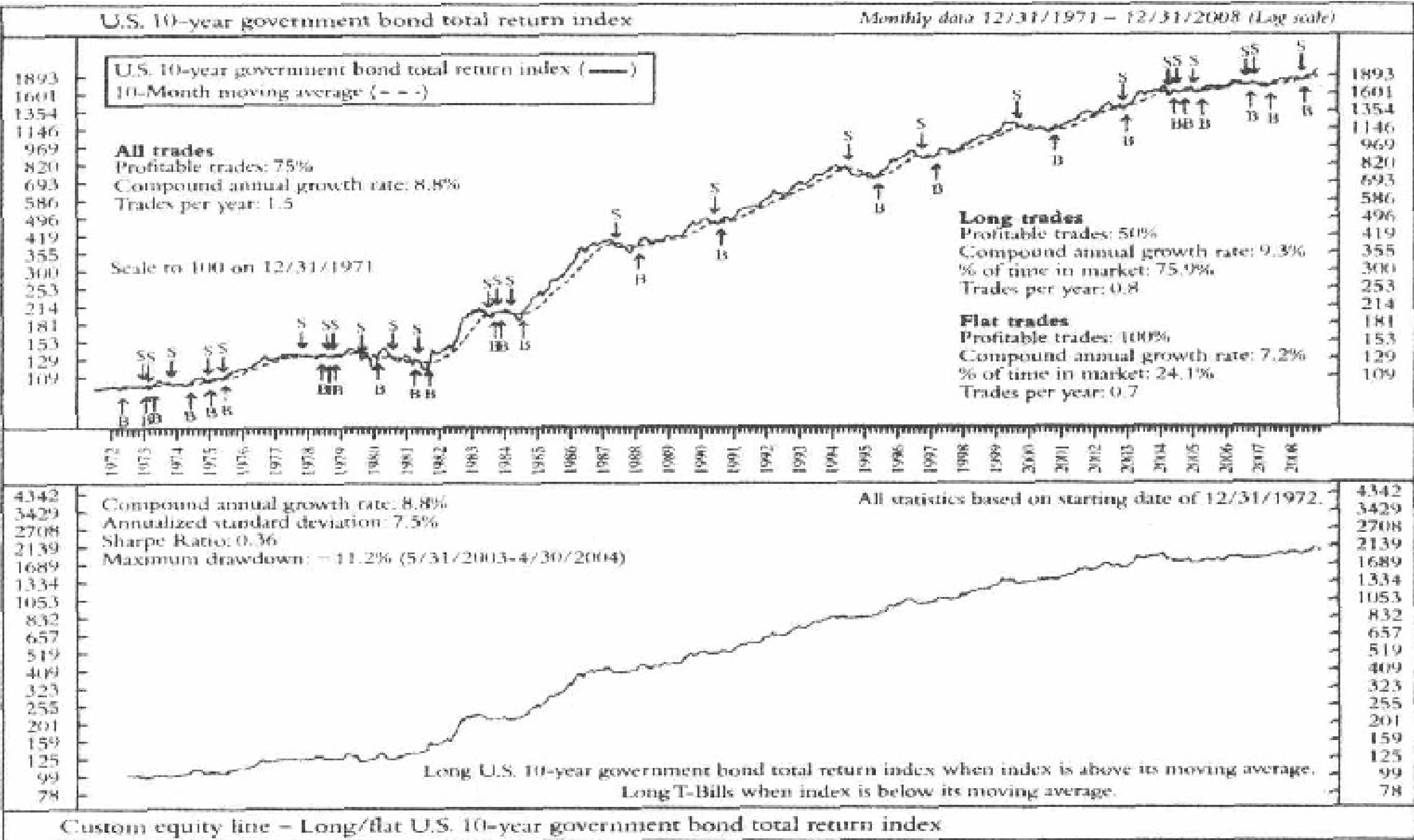
图 7.9　标普 500 指数与 12 月移动平均时间选择模型对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

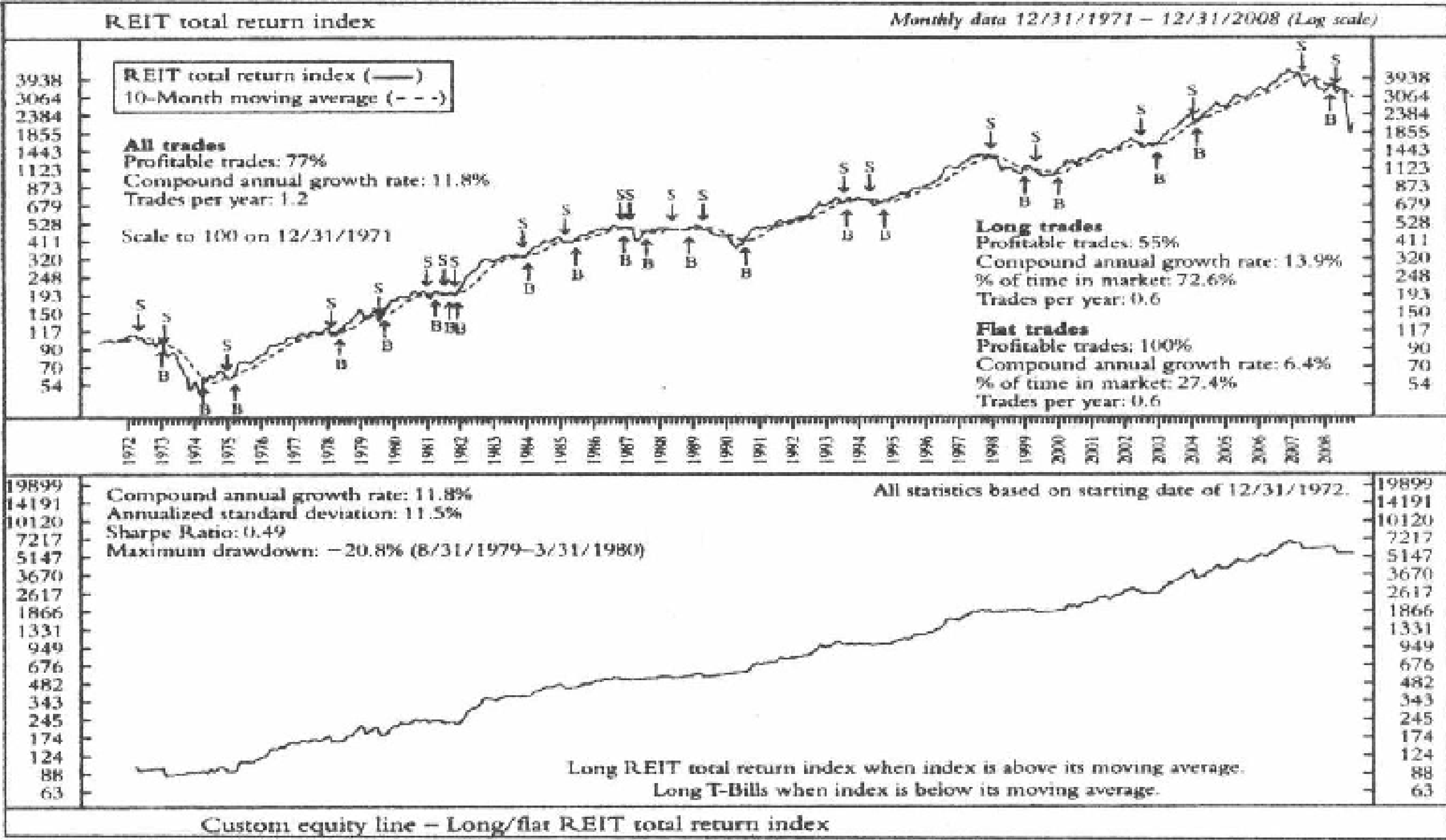
图 7.10 MSCI EAFE 指数与 10 月移动平均时间选择模型对比



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

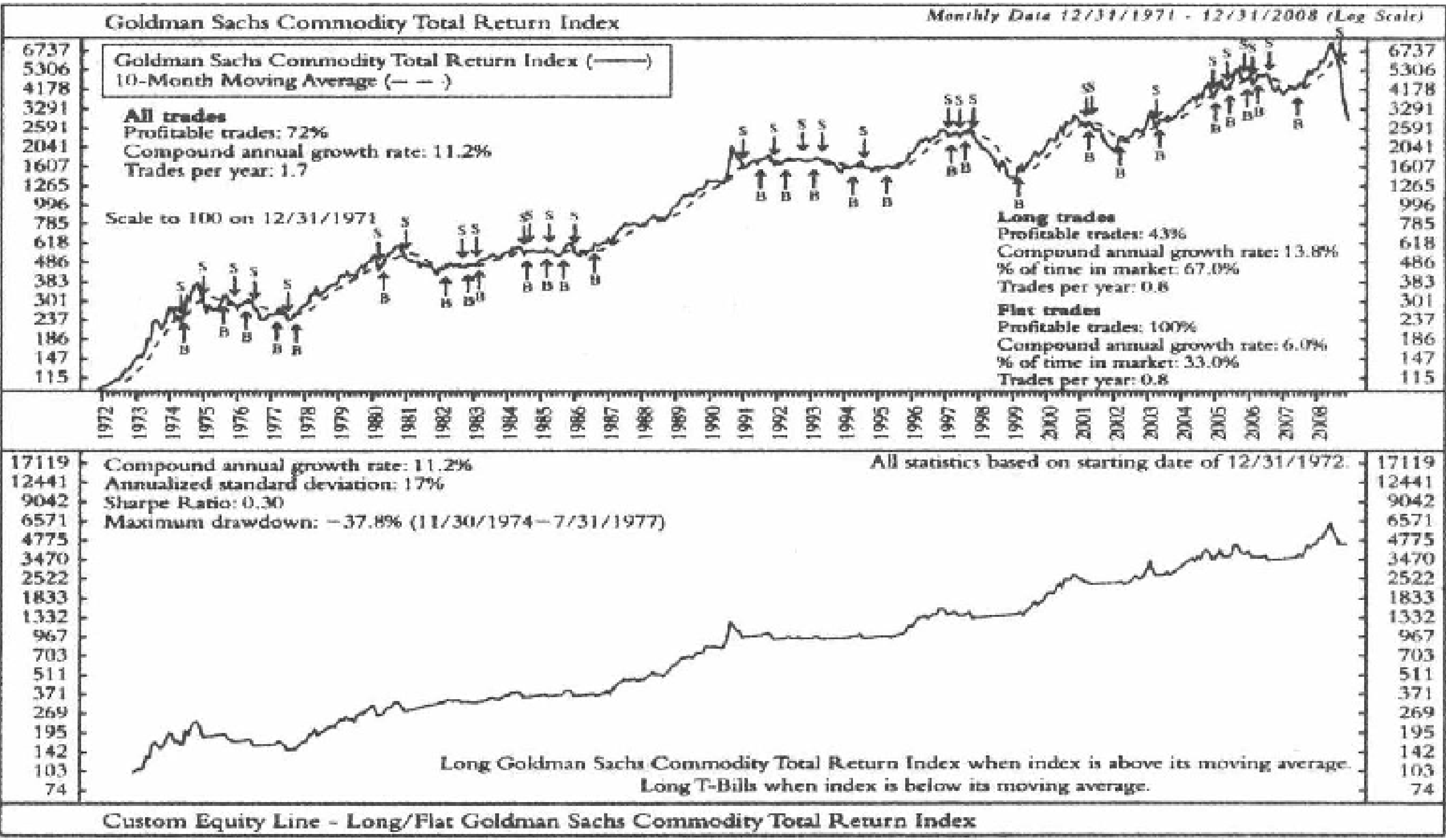
图 7.11 美国 10 年期政府债券与 10 月移动平均时间选择模型对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

图 7.12　REIT 指数与 10 月移动平均时间选择模型对比



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

图 7.13　GSCI 指数与 10 月移动平均时间选择模型对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.4　时间选择模型的投资结果(1973～2008 年)　(单位:%)

	标普 500 指数	时间选择模型
年化回报率	9.26	10.60
波动率	15.55	11.90
夏普比率	0.21	0.39
最大下跌幅度	−44.73	−23.26
	EAFE 指数	**时间选择模型**
年化回报率	9.04	11.10
波动率	17.18	12.47
夏普比率	0.18	0.41
最大下跌幅度	−49.21	−23.16
	10 年期美国国债	**时间选择模型**
年化回报率	8.69	8.79
波动率	9.06	7.48
夏普比率	0.30	0.37
最大下跌幅度	−18.79	−11.20
	GSCI 指数	**时间选择模型**
年化回报率	8.73	11.16
波动率	20.48	17.04
夏普比率	0.13	0.30
最大下跌幅度	−62.16	−37.83
	NAREIT 指数	**时间选择模型**
年化回报率	8.54	11.74
波动率	17.06	11.55
夏普比率	0.15	0.50
最大下跌幅度	−58.78	−20.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然时间选择模型的回报率在每个资产类别上与买入并持有策略大体相同(尽管在所有五个资产类别上都高些)，但在每种情况下，该模型在波动水平和最大跌幅上都降低了风险。更好的是，在五个资产类别上该模型结果与交易统计能保持一致性。

平均获利交易是平均亏损交易数额的 7 倍，且获利周期长度是亏损交易的 6 倍。五个资产类别中获利交易所占百分比保持在 50%的非特征性高水平上(相对于趋势跟随系统而言)。

给定这一极简单市场时间选择准则具有为各种资产类别增加价值的能力，分析其在投资者具体投资组合背景下能带来何种回报率，是有建设意义的事情。时间选择模型独立地处理每个资产类别——在其 20%的资金配置中，它既可以持有资产类别的多头仓位，也可以持有现金。

表 7.5 展示了五个资产类别等权重加权买入并持有投资组合(常青藤投资组合)的表现与相同五个资产类别时间选择投资组合表现的比较。常青藤投资组合的回报率从单一资产类别上看是相当不错的，并且这也证明了多样化投资的好处。而时间选择投资组合则以个位数水平降低了投资波动水平，同时也以个位数水平降低了下跌幅度。投资者自 1973 年该组合启动以来都未曾经历过下跌年份。该模型每月进行投资再平衡，图 7.14～图 7.16 则显示了其月度及年度投资再平衡的结果。

由于费伯在其论文中已经公布了截至 2005 年的模型结果，因此上述图表中 2006～2008 年的结果都是样本外结果。(在计算波动率时，使用的是回报的年度标准差而不是年化月度数据，因此导致了更高的夏普比率差异。)

表 7.6 显示了持有各资产仓位的月份所占百分比。很明显该系统让投资者在绝大多数时间里保持着 60%～100%的持仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

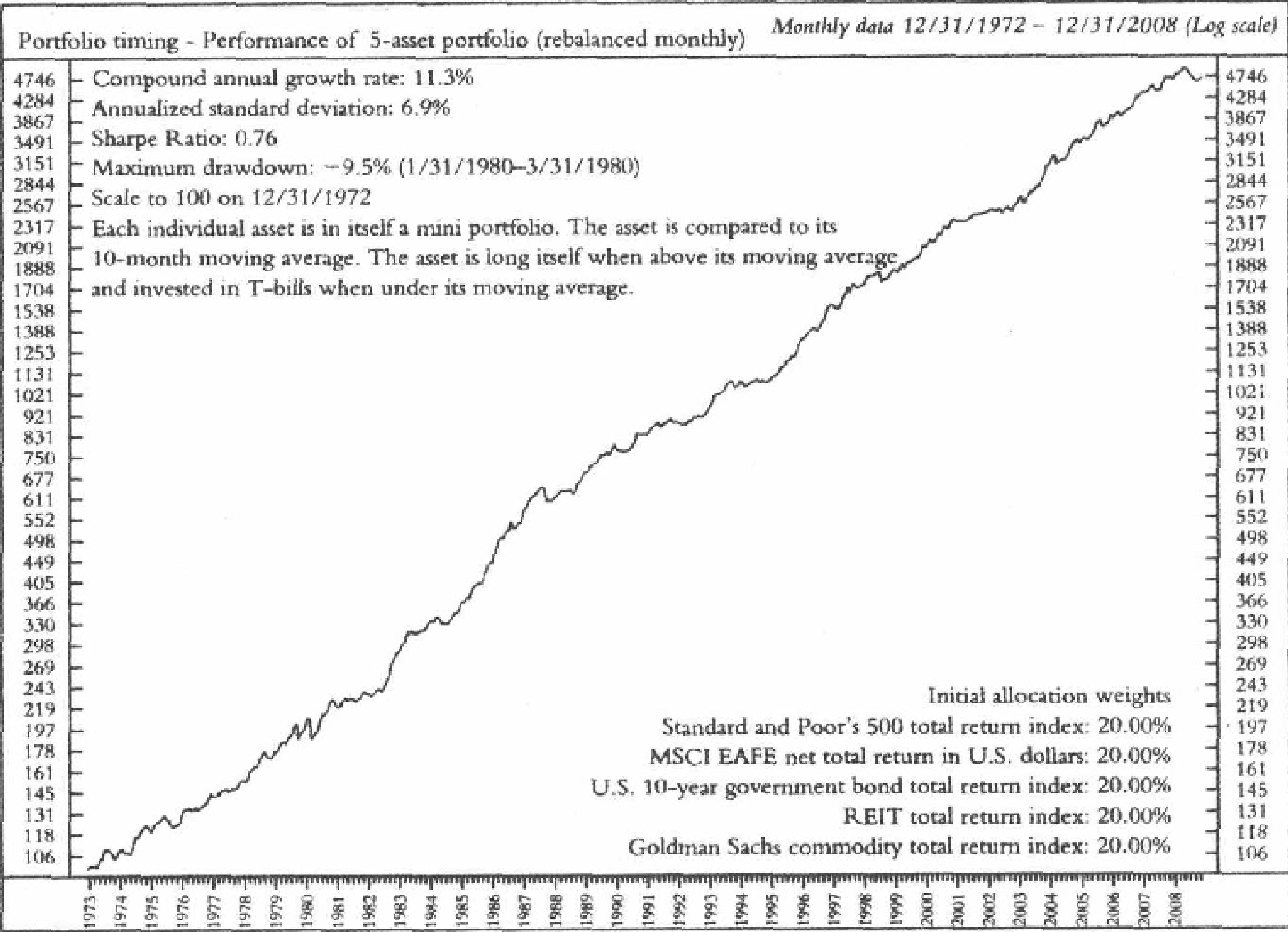
表 7.5　常青藤投资组合与时间选择模型对比(1973~2008 年)　(单位:%)

	常青藤投资组合	时间选择模型	杠杆化时间选择模型
1973	1.03	7.39	6.71
1974	−11.80	12.07	15.59
1975	20.16	1.46	−3.87
1976	15.04	16.01	26.95
1977	8.24	7.20	8.49
1978	13.65	11.88	15.25
1979	17.89	14.65	16.29
1980	18.95	12.91	10.02
1981	−3.34	4.80	−5.40
1982	21.34	22.06	32.47
1983	17.97	15.77	21.77
1984	9.43	6.98	3.35
1985	26.58	26.20	46.12
1986	25.50	21.54	36.39
1987	8.53	11.63	15.37
1988	18.46	11.74	15.37
1989	19.25	18.12	27.02
1990	−1.10	4.94	1.64
1991	18.19	6.34	5.47
1992	3.88	4.72	4.80
1993	11.90	12.82	21.62
1994	1.76	2.43	−0.02
1995	22.74	21.73	37.90
1996	19.32	19.26	32.73
1997	9.96	9.94	12.55
1998	−0.49	7.38	8.92
1999	14.16	13.05	20.83
2000	12.73	13.78	20.50
2001	−9.74	3.21	2.76
2002	2.09	3.39	4.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

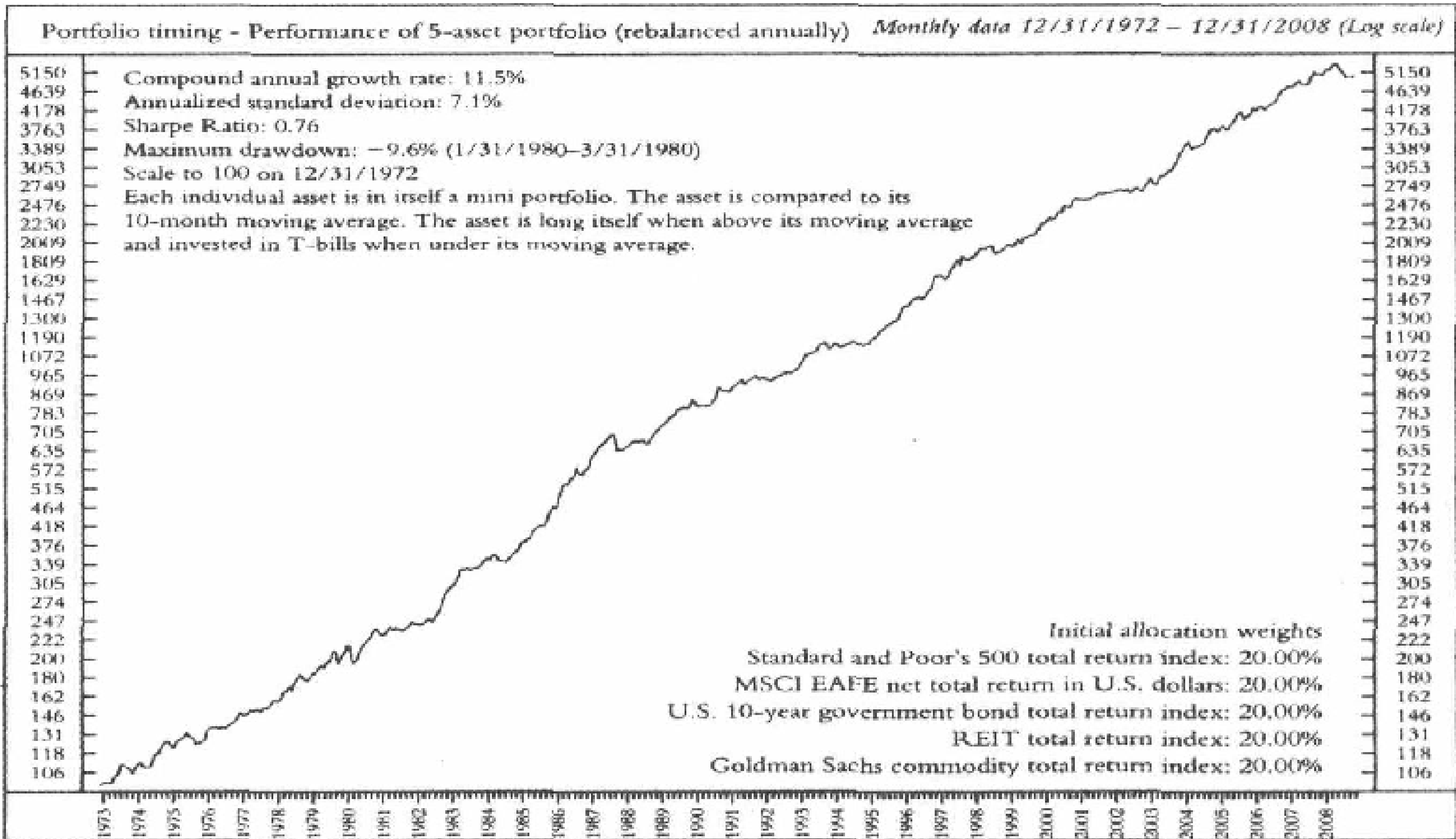
	常青藤投资组合	时间选择模型	杠杆化时间选择模型
2003	25.70	20.53	41.50
2004	17.44	15.06	28.20
2005	11.74	8.20	11.26
2006	12.07	14.16	22.53
2007	8.06	9.49	12.93
2008	−30.09	−0.59	−2.83
年化回报率	9.77	11.27	15.27
波动率	9.73	6.87	13.78
夏普比率(100%)	0.39	0.77	0.67
最大下跌幅度	−35.98	−9.53	−21.91
最佳回报年份	26.58	26.20	46.12
最差回报年份	−30.09	−0.59	−5.40



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

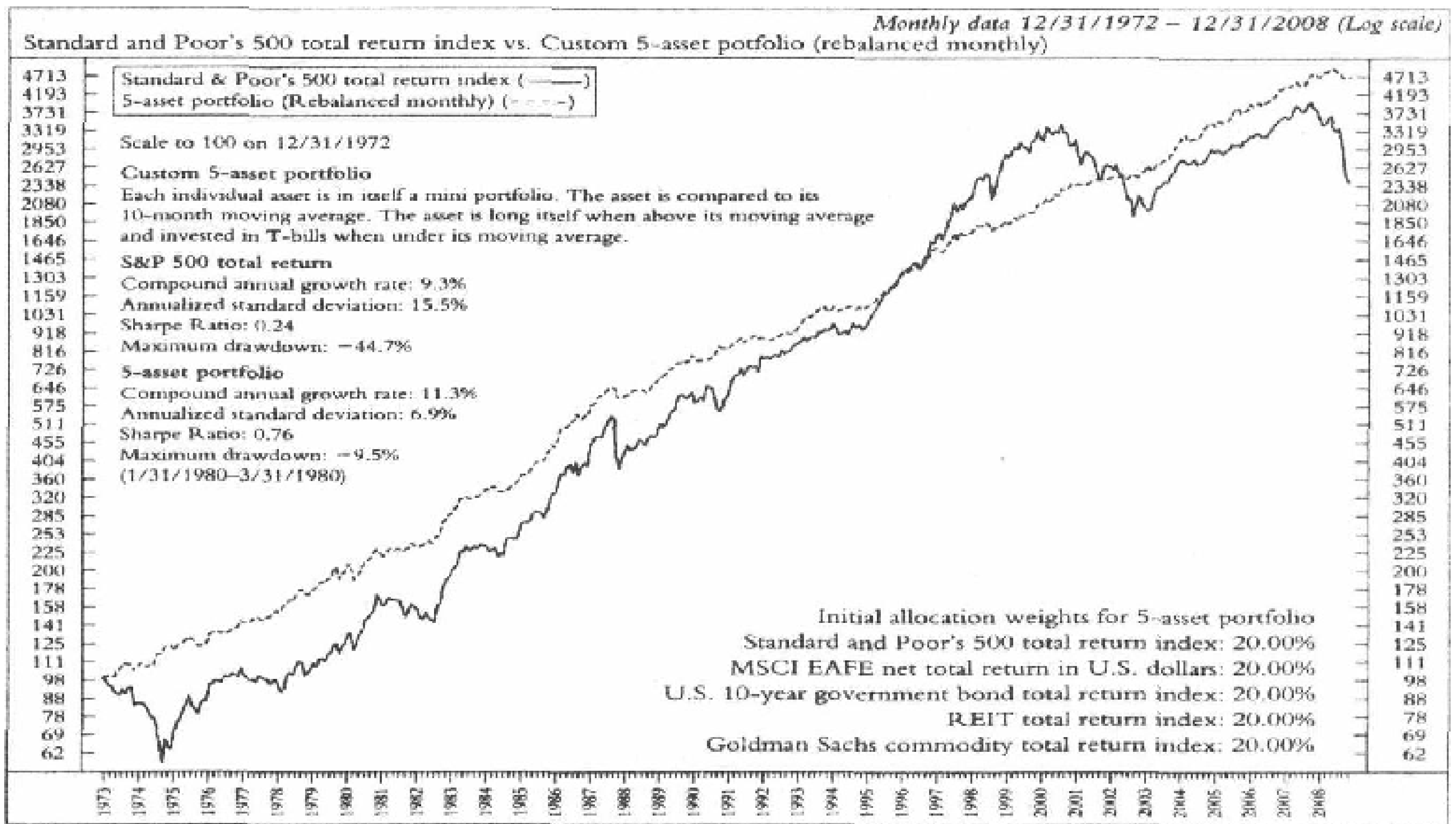
图 7.14　常青藤投资组合的 10 月移动平均时间选择模型，月度再平衡结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

图 7.15　常青藤投资组合的 10 月移动平均时间选择模型，年度再平衡结果



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

图 7.16　常青藤投资组合的 10 月移动平均时间选择模型与标普 500 指数对比，月度再平衡结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.6　　平均仓位数值(1973～2008 年)

仓位数值	投资占比(%)	投资月数	月数占比(%)
0	0	5	1.16
1	20	20	4.63
2	40	52	12.04
3	60	94	21.76
4	80	164	37.96
5	100	97	22.95
总和		432	100.00

时间选择模型扩展

对时间选择模型仍然可实施不少潜在改进，其中包括：

- **做空**——对时间选择模型采用多/空策略可以在 8%波动水平下产生 9%左右的回报率，且最大下跌幅度为 16.3%。虽然回报率低于多头/平仓策略，但其与买入并持有投资组合的相关性降低至 0。附录提供了相应的权益曲线。
- **更多资产类别**——我们的研究已经表明，进一步细化一个指数可以额外降低波动水平。例如，可以不对 MSCI EAFE 指数进行时间选择投资，而对其成分指数——比如日本、英国、瑞士等——进行投资。
- **不同资产类别**——我们的研究显示，在投资中添加某些历史上有超越表现的细分资产类别可以产生好的效果，比如小盘股和价值股票。
- **不投资债券**——由于该模型中大约 30%的时间都以现金方式持有资产，而投资者已经在债券上进行了一定配置(短期国库券)。我们的研究显示，排除债券在提升回报率的同时只是提高了一点点波动水平和下跌幅度。
- **高波动资产类别**——我们的研究表明，最高波动水平的资产类别对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间选择模型的响应度最好。在投资组合中加入新兴市场债券、垃圾债券、小盘新兴市场股票等可以有很好的效果。

有些投资者对降低风险不感兴趣而是钟情于高回报率。该方法的一个明显扩展就是应用杠杆化，以产生非杠杆化投资组合不能带来的超额回报。对个人投资者而言，使用杠杆化投资组合的最大困难是如何实施。许多在线经纪商都收取繁重的融资融券费率。如果您的融资融券费率高过您获取现金的利率，那么使用杠杆化不是一个好的选择。[1]

此外，杠杆化 ETF 并不像两倍杠杆化指数(它们每日进行再平衡)那样表现，因为可能引入跟踪误差以及潜在低于平均水平的业绩。但是，对于那些具有低借贷成本的，对投资组合进行 100%杠杆化可能将回报率提升至 15%左右的水平，但会增加波动水平并令最大跌幅增至 20%左右。我们在附录 B 中加入了使用该方法的一条权益曲线。因为借贷成本高于无风险利率的差异，其夏普比率有一个较小的升幅。

对于那些不希望使用杠杆化或者融资融券的投资者来说，还有更简单的方法，下面我们就来分析轮动系统。

轮动系统

第二个经常被问及的问题是："全部都买入一点如何？既然不持有现金，你在一次买入时是等权重地买入所有资产类别吗？"

这里的问题是损失了多样化投资的益处。在极少数情况下会出现仅有一个资产类别显示买入信号，否则投资组合将暴露在不必要的风险之中。此外，投资组合还要面临更高的换手率。

前面展示的时间选择模型将一个资产类别与其自身进行比较——房地

---

[1] 交互式经纪平台(Interactive Broker)一直以来都提供合理的融通费率，尽管我们不将他们当作券商使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产会上涨还是下跌？另一个方法是相对强度(或者跨市场动量)系统，该系统将对各类资产进行相互比较——房地产会上涨超过债券吗？这也可以成为轮动系统，因为在给定时间周期内，你会将资产配置轮动到表现最好的资产类别上。50 多年前很多人就研究过该系统，自其公之于众后，人们又花了几十年继续对其进行探索。

我们在此开发了一个相似的系统。该系统使用与前文相同的五个资产类别。每月、3 月、6 月、12 月的每个资产类别的总回报率记录后进行平均。由于 3 月、6 月以及 12 月时间框架下所产生的投资效果相似，因此实际选择何种时间框架差别不大。我们倾向于使用所有这三种，因为它们选择的资产类别在各类时间框架下都有超越回报。

于是，投资者可以在接下来的月份里简单投资于排名前 X 的资产类别。例如，在 2007 年底资产按其回报从最好到最差的顺序排列依次为：商品、外国股市、债券、美国股市、房地产。那么下一个 2008 年的月份投资组合顺序就应与上述顺序相同。

表 7.7　　轮动策略(1973～2008 年)　　(单位：%)

	常青藤投资组合	排名前一	排名前二	排名前三
年化回报率	9.77	17.55	16.42	13.94
波动率	9.73	18.62	12.39	10.84
夏普比率	0.39	0.62	0.84	0.73
最大下跌幅度	−35.98	−33.90	−27.52	−32.60

表 7.7 显示了选择排名前一、前二以及前三资产类别，每月更新，基于 3 月、6 月以及 12 月轮动总回报率平均值的投资结果。(排名前一意味着你每个月只选择了排名第一的资产类别。排名前二则是你每个月选择了排名前两位的资产类别，并在投资组合中各配置 50%。排名前三则是在投资组合中前三类资产各配置 33%，以此类推。)前文提及的常青藤投资组合则是五类资产各配置 20%。所有上述投资组合每月再平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于其年回报率在17%以上,因此简单选择排名靠前的资产类别进行投资,看起来就是一个不错的选择,但实际上并非如此。将投资组合的100%都配置在唯一一个资产类别,将令投资者暴露在各种市场冲击之下,其后果是换手率、波动水平以及最大下跌幅度都会相应增高。一个更好的办法是每月投资于排名前二或者前三的资产类别,而它们已经构成了近半数可以投资的品种。

在与买入并持有策略相似的风险下,投资于排名靠前三的资产类别可以获得每年4%以上的超越回报,而此时的夏普比率也与时间选择模型相近。无论确切地使用何种投资策略,我们预期的一个持续目标是,动量投资法与战术资产配置法的比值为0.80。该策略表现每年超越买入并持有常青藤投资组合70%左右,而且在过去15年里有10年是这一结果。对动量投资法而言,的确有太长时间没产生效果了!

操作注意与税收

在将这些模型应用于真实世界操作前,仍有许多操作注意值得投资者好好分析,它们是管理费、税收、佣金和交易滑价。管理费对于买入并持有策略以及时间选择模型来说应该是相同的,而且会随着投资所用工具的不同发生变动。0.1%与0.8%应该是使用ETF和无费率共同基金进行投资时的恰当管理费估计值。

由于上述模型具有较低的换手率,佣金应该是一个比较小的因素。对于时间选择模型,平均来说,投资者对整个投资组合一年应该完成3~4个完整交易回合,而每个资产类别每年应该低于一个完整交易回合(也就是大概70%的换手率)。排名前三资产类别的投资轮动系统的换手率稍高,大约在100%左右。

滑价,起因于支付了较高的买卖差价,同样也是可以忽略的因素,因为有大量的共同基金(零滑价)和流动性ETF可供投资者选择。

但是,税收却是一个非常现实的注意事项。许多机构投资者,比如捐赠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金以及养老金基金，都享有免税地位。对于个人投资者，最明显的解决办法是在诸如个人退休账户(IRA)或者 401(k)节等税收延迟账户下进行上述系统的交易。由于对不同投资者有各种不同的资本利得税率(同时在不同州和不同时段税率也有变化)，因此很难估计投资者在应税账户下进行该系统交易时可能遭受的冲击。

绝大多数投资者阶段性地对其持仓进行交易或者再平衡——对投资组合引入一定换手——而且承受大约 20%的正常换手是合理的。时间选择系统的换手率几乎是 70%。加农与布拉姆(2006)展示了自 1961 年以来个人投资者以最高税阶投资标普 500 指数的税后收益率。最高税阶可将 20%换手率下投资者税前 10.62%的回报率降低至 6.72%。他们估计换手率从 20%提高到 70%后，能对 6.72%的业绩产生少于 50 个基点的额外打压。因此，对那些必须在应税账户进行此类模型交易的投资者有一个光明的提示：轮动系统本质上会导致高数值短期资本损失，以及高百分比长期资本利得。(由于存在较高换手率，因此轮动系统将要承受稍大的冲击。)

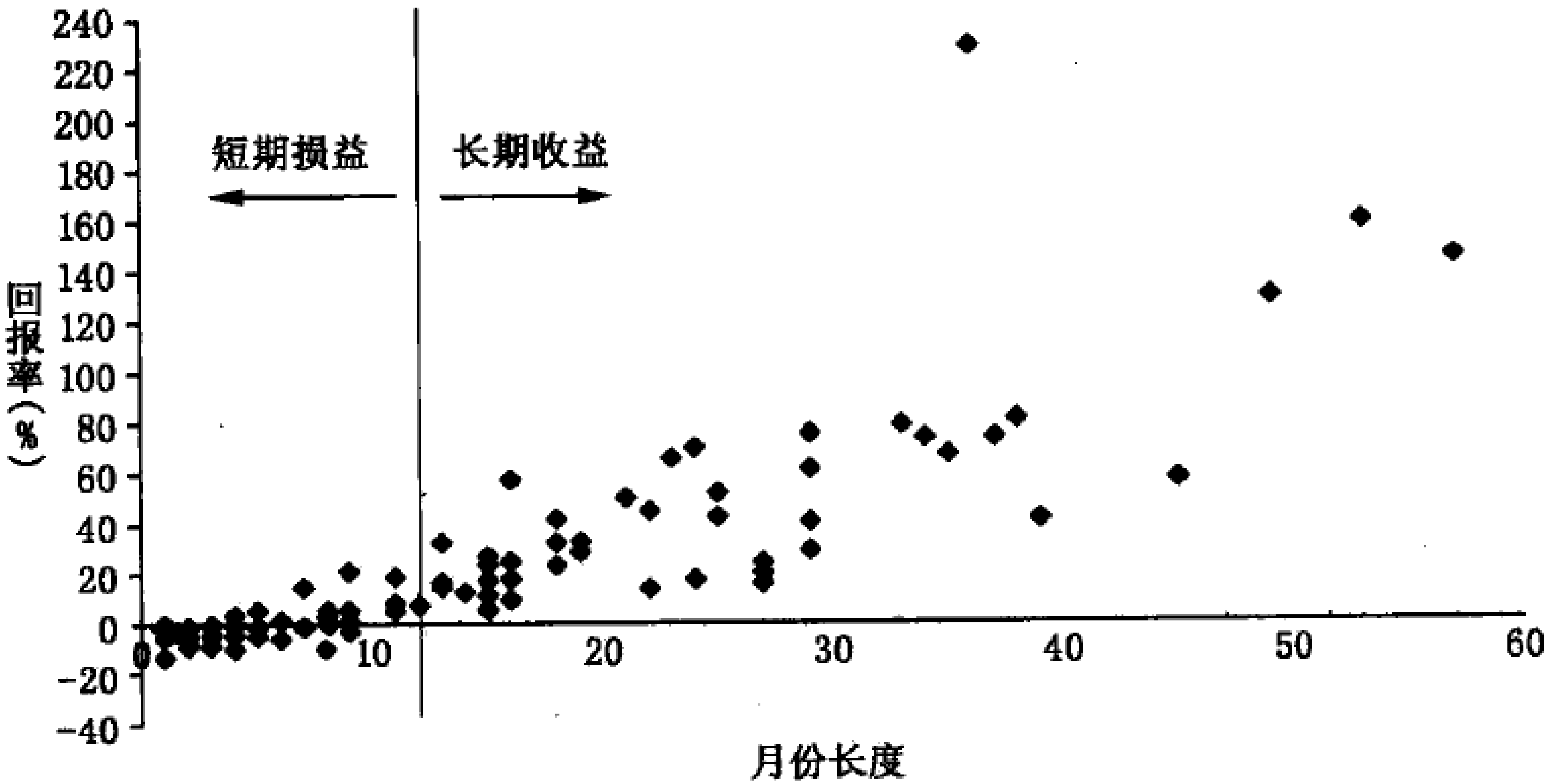


图 7.17　交易分布图

图 7.17 描绘了自 1973 年以来针对五个独立资产类别的所有时间选择模型交易的分布情况。这应有助于降低投资者的税收负担。非常有意思的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是,最近才退出持仓的最长交易之一——MSCI EAFE 指数——是在 2003 年 5 月买入,并一直持有到 2008 年早期获得回报翻倍为止。

纪　律

我一直在说,你们可以将我的交易原则刊印在报纸上,但是没有人会跟随那些原则的。这其中的关键是连续性和纪律。几乎任何人都可以列出一个投资纪律列表,而且其中 80%都会和我们教给人们的一样正确。但是人们无法做到的是,给他们自己足够的信心来坚守这些原则,即便是在情况向不利的方向变化时。

——理查德・丹尼斯(Richard Dennis)

让一个人跟随量化系统的最大问题是:"我可以跟随它吗?"这并不像这个问题听起来那么简单。这些问题在它们处理市场时间选择时,同样可以对策略资产配置以及投资组合再平衡提出。此处给出了梅里曼资本管理公司(Merriman Capital)列出的六个问题,以此帮助您确定自己是否也存在相关困惑。

1. 你是否具有必要的毅力?

2. 你是否具有足够的独立性和自信心,以抵御不断回头环顾他人行事的诱惑?

3. 你能否接受你的投资组合表现落后于市场的事实?

4. 你能否接受你的时间选择系统不完善的事实?

5. 你能否忽视大众媒体的影响?

6. 你是否具有决断力?

在我们结束本章前,唯恐您会认为我们仅仅只是拜倒在动量策略的祭坛前,我们愿意快速离开正题说点别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大街上血流成河

当大街上血流成河的时候，就是该买入的时候。

——巴伦·罗斯切尔德(Baron Rothschild)

刚刚颂扬了趋势跟随系统的优点，再分析与之对立的行为，均值回归如何？均值回归是指价格向其均值回归的过程。

戴维森与里斯—莫格(Davidson & Rees-Mogg)在他们所著的经济学著作《街上血流成河：疯狂世界的投资利润》中，以上述引言的方式赞扬了巴伦·罗斯切尔德。而关键的问题是，对投资者而言是否可能准确知悉何时会"大街上血流成河"(而不是文字上我们所期盼的那样)？

那么百分比下降是不是一个好的度量呢？低的 P/E 比率或者投资者情绪如何？人们喜欢呼唤市场底部。在随便按一键就可获得所有财经新闻和误导信息的时候，对于当代投资者而言，要做出正确和非情绪化的投资决策，并且避开接住飞来的刀子的确是件困难的事情。

一名研究者可以简单地忽略前面提及的跨市场动量系统，而去研究投资于最差表现资产类别的各种后果。该方法的最大不足是，它不能获取资金亏损中内在的情感因素。简单选择最差表现资产类别可能意味着投资于某个正收益低于顶级表现资产类别的资产类别。投资于回报率为 10%的资产类别与投资回报率为 12%的其他资产类别相比，远比投资于最近两年每年跌幅达 20%的资产类别容易得多。

你在 2003 年是否买入了股票？你极有可能不看 CNBC 的电视，并且你也可能多时不翻阅你的经纪人投资报告了。

我们分析的市场结构是否在未来还会继续存在？只要投资者决策过程中的行为偏差还会存在，并且只要人类继续经历各类情感上的贪婪与恐慌，则这个问题的答案是肯定的。

参见表 7.8 和表 7.9。简单浏览下从 1903～2007 年间以下五个市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的年收益率：美国、英国、德国、法国以及澳大利亚。[1] 平均年回报率大概是 13%，而回报率中值为 10.65%。其中近 70%的年份收益为正。

在表 7.8 中，我们分析了当你在连续两年或者三年亏损后投资一年将会发生的情况。例如，美国股市在 2000 年、2001 年、2002 年下跌后，在 2003 年发生连续三年下跌后继续下跌的情况。

连续两年下跌后的下跌年份可将平均回报率提升 4%，但在所有时间里只有 10%的发生概率。三个连续负收益年份将令中值回报率达到 30%左右的水平。虽然这些现象发生的概率并不是那么频繁，但结果都是非常正面的。

将此检验扩展到其他资产类别后，显示出相似的结果。当过去几年回报率都为负时，此时便是进入某个资产类别的好时候。1975 年和 2003 年的股市，1977 年和 1999 年的商品市场，以及 1975 年、1995 年和 2000 年的房地产市场都是极佳的买入时机，因为那时这些市场正处于街道上血流成河的状态。现在，你们有多少人在 1999 年买入了商品、在 2000 年买入了房地产、在 2003 年买入了股票？（参见表 7.9。）

表 7.8　　国家均值回归(1903～2007 年)　　(单位:%)

	所有年份	连续两年下跌后	连续三年下跌后
平均回报率	13.02	19.03	30.30
中值回报率	10.65	14.97	19.57
发生频率	100	9.26	2.59

[1] 虽然我们没有获得迪姆森(Dimson)、马什(Marsh)和斯汤顿(Staunton)在《乐观主义者的胜利》一书中提供的更全面数据集，但我们仍希望下述结果能起到确认效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.9　资产类别均值回归(1975～2007 年)　(单位:%)

	所有年份	连续两年下跌后	连续三年下跌后
平均回报率	12.97	23.19	33.93
中值回报率	12.18	28.68	33.93
发生频率	100	7.27	1.21

投资者将此类行为转化为盈利的最简单办法就是进行再平衡,特别是在某个资产类别价格经历了猛烈下挫之后。另一个更加复杂的方法应该是获得额外风险敞口,或者针对那些遭受数年连续下跌的不同资产类别或国家购买某些期权(买入期权)。

系统与捐赠基金对比

将战术资产配置的上述两个简单模型与捐赠基金的回报率进行比较会怎样? 我们来研究下。

要进行公平的比较,我们必须回归到将 6 月 30 日作为财年截止日的状态,同时我们追溯到 1985 年,因为彼时正值当代捐赠基金时代开启。

表 7.10　时间选择与轮动系统与捐赠基金回报率对比(1985～2008 年)

	哈佛捐赠基金	耶鲁捐赠基金	时间选择系统	杠杆化时间选择系统	轮动系统
年化回报率(%)	15.23	16.62	12.02	17.95	15.81
波动率(%)	9.55	10.40	6.85	13.91	10.21
夏普比率(5%)	1.07	1.12	1.02	0.93	1.06
最佳回报年份(%)	32.20	41.00	30.50	56.24	47.19
最差回报年份(%)	−2.70	−0.20	1.63	−4.63	0.72
与哈佛捐赠基金的相关性	—	0.91	0.74	0.73	0.80
与耶鲁捐赠基金的相关性	0.91	—	0.72	0.70	0.79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.10 显示了 1985～2007 年期间，财年截止 6 月 30 日时，时间选择策略与轮动策略（选择排名前三的资产类别）同顶级捐赠基金在回报率上的对比。主动管理策略给出的是总回报率，因此它会被管理费、税收以及佣金吞噬掉一点点回报。

时间选择模型在实现高夏普比率方面表现良好，但是不能获得与哈佛及耶鲁捐赠基金相近的绝对回报率。投资者可以通过轮动模型获得与哈佛及耶鲁捐赠基金接近的回报率，但增加的交易成本可能将风险调整后回报率拉低至时间选择模型对应的夏普比率。总的来说，使用简单战术系统可能会改善你的风险调整后回报率，并超越被动买入且持有的资产配置方式。

为什么它起作用

因为我相信进行投资的所有准绳（亦即良好的博弈策略）都应该具有不针对特定时间的逻辑本质，我深信那些构成终极阿尔法生成器的各类阿尔法生成器都应该与时间无关并且具有普适性。我这样说的意思是，它们应该可以在长期视野下，并且在所有国家的市场都能发挥作用。

——雷伊·达里奥，《2020 愿景》

在这一章我们介绍了许多不同方法来思考并量化分析动量与均值回归策略。我们相信，只要人类还参与金融市场，则这些市场将继续由人类的贪婪与恐慌情绪驱动。市场的这一层面是一个“与时间无关并具有普适性”阿尔法生成器的简单例子。我们的研究表明，当资产类别位于 10 月移动平均值以下时，投资的回报率偏低且波动水平偏高。波动水平的上升和集聚[1]是时间选择模型有效的一个简单原因——当市场处于跌势时，人们变得更易

[1] 你可以花点时间研究下波动集聚问题，而且可以找到专门描述这一过程的，比如用有趣的 ARCH（自回归条件异方差：autoregressive conditional heteroskedasticity）命名的漂亮模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐慌，并且开始使用与市场处于涨势期间所使用的不同的大脑部分。

表 7.11　　市场表现所占时间比率(1973～2008 年)　　(单位:%)

资产类别	高于 10 月简单移动平均市场	低于 10 月简单移动平均市场	高低差异
美国股市			
时间所占百分比	72.92	27.08	
年化回报率	13.53	3.02	−77.67
年化波动率	13.89	19.22	38.38
外国股市			
时间所占百分比	69.91	30.09	
年化回报率	14.64	1.89	−87.08
年化波动率	14.86	21.51	44.77
债券市场			
时间所占百分比	76.10	23.90	
年化回报率	10.08	6.34	−37.04
年化波动率	8.69	10.17	16.97
商品市场			
时间所占百分比	66.90	33.10	
年化回报率	16.21	1.13	−93.03
年化波动率	20.78	19.65	−5.43
房地产			
时间所占百分比	72.45	27.55	
年化回报率	14.89	−1.44	−109.69
年化波动率	13.51	23.78	75.95
上述平均			
时间所占百分比	71.66	28.34	
年化回报率	13.87	2.19	−84.22
年化波动率	14.35	18.87	31.49
1901～2008 年美国股市			
时间所占百分比	69.88	30.12	
年化回报率	14.42	3.03	−78.98
年化波动率	14.30	24.18	69.06

正如你在表 7.11 中所看到的，多数资产类别在大约 70%的时间里都是上涨的(通过价格高于 10 月简单移动平均值来定义)。但是，在市场处于跌势的 30%左右的时间里，它们表现出与在上涨市场里非常迥异的特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年市场下跌时投资者所经历的波动就是这些特征的一个简单例证。在 20 世纪 70 年代，波动率指数（VIX）触及了历史最高值。其原因也很简单——那时的人们内心充满不确定性和恐慌，不知道该做什么。量化系统则帮助你规避此类不确定性。

许多学者也表示，失去最好的 10 个交易日会如何将你的收益减低至 1/10，并以此作为市场时间选择并不起作用的证据。他们所不理解的是，绝大多数（大概 70%）最好的和最差的交易日都发生在市场处于 10 月简单移动平均线以下时。这一事实的最简单原因是，市场的波动性更大了。

保罗·盖尔（Paul Gire）在《理财规划》杂志上发表过一篇内容丰富的文章，作者观察了投资者在错过最佳交易日、最差交易日以及两者都错过时所发生的不同情况。

他发现在 1984～1998 年期间，买入并持有道一琼斯指数 15 年的年平均回报率为 17.89%——这也是该市场历史上最佳牛市周期之一。错过 10 个最佳交易日会导致年回报率降至 14.24%，而错过 10 个最差交易日则令年回报率达到 24.17%。但是，如果同时错过 10 个最佳和最差交易日，则年回报率为 20.31%——高于买入并持有策略的回报率（也会具有较低的波动水平）。

我们在分析什么时候会发生最佳和最差交易日时，也得到了相似的结论——自 1951 年以来，在大约 70%的时间里，它们都发生在标普 500 指数处于 200 日简单移动平均线以下时。

从这个模型，我们可以了解许多变量和旁枝末节的问题。在大多数情况下，较保守的观点是，在相似的风险水平下，动量模型可以产生某些超额年回报率。这并非投资圣杯，但我们视其为一种可以产生与时间无关的阿尔法值的、根植于人类心理学的简单的投资方法。

其超乎寻常的成就自然会吸引所有的注意力，但仔细研究后你会发现，耶鲁捐赠基金取得卓越成就的真实秘密还是防守、防守、防守。但是，你可能会问，为什么防守会对耶鲁的非凡投资正收益如此重要？还是用长期投资制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜的那个最伟大公理来解释吧：如果投资者能够根除他们的大损失，那么这个好结果自然会令整个投资过程事半功倍。我们一直提醒自己：远离投资困境，善莫大焉。

——查尔斯·埃利斯，耶鲁投资委员会主席

本章小结

- 不要亏损。
- 不要亏损。
- 投资于各种资产类别会产生回报，但风险也可能非常显著。
- 多数资产类别都经历过巨大的下跌，而且要过很多年才能从颓势中恢复。
- 自然选择的进化过程留给人类数不清的行为偏差，这些偏差会干扰投资成功的进程。
- 使用简单趋势跟随投资方法有助于成功完成有纪律的投资过程，同时降低波动水平和下跌风险。
- 从历史的角度看，在长期时间框架下，简单时间选择模型几乎在任何一个市场中都能发挥作用。
- 应用于常青藤投资组合时，时间选择模型能在与债券市场相似的波动水平下，产生与股票市场相似的回报率，并且能在 36 年里连续产生正收益。
- 虽然仍然稍逊于捐赠基金，但时间选择模型的表现已然接近了哈佛与耶鲁捐赠基金的风险调整后回报率。而且杠杆化的时间选择版本已经取得了与捐赠基金相似的回报率，虽然其波动水平与股票市场相同。
- 类似相对强度（或者轮动）的模型对在可管理风险下追求更高绝对回报的投资者有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章　跟随灵智资本

我看得更远，那是因为我站在巨人的肩膀上。

——伊萨克·牛顿爵士(Sir Isaac Newton)

选股是非常困难的事情。多数学术研究表明，个人和专业人士在这方面的表现都乏善可陈。

曾有人说，谁能否认确有一些人非常擅长选股呢？与任何专业领域一样，总有一些人是这个领域的专家。这些顶级专家因为其工作而获得不菲的报酬。

自然会想起沃伦·巴菲特。巴菲特是史上最负盛名的选股高手之一，个人财富净值超过 600 亿美元，他也是当今世上最富人士之一。

如果某人告诉你，你应该将自己的投资组合交给巴菲特管理，你一定会感兴趣，对吧？（如果你说不，那么请你停止阅读本书，然后去拜访在医疗领域拿高薪的专家。）

本章介绍了一个让顶级对冲基金经理管理你的投资组合的简单方法——免费。该方法一年施行 4 次，每次耗时不超过 30 分钟。

在解释完如何跟踪这些顶级经理的操作后，我们会讨论几个例子，然后分析自 2000 年以来跟踪他们的选股是有效果的。你甚至可以进一步从多个经理人选股中做出自己的选择，然后构造你自己的“基金的对冲基金”。并且，你不用担心这些基金经理会裹着你的辛苦钱消失在夜幕里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅班·费伯正与他人合作开发一个名为阿尔法克隆(www.alphaclone.com)的在线软件项目，希望通过它来实现本章所描述的 13F 过程以及相关智能的自动化。由于我们不希望本书内容成为广告/促销的单子，我们在下面只是详细说明你应该如何自己完成相关研究工作。

13F 介绍

扑克牌游戏里有一句著名的谚语，“当你在桌子边坐下时，如果你不知道谁是鱼，那么你就是那条鱼”。多数人在扑克桌边坐下后，会很快将他们的钱输给专业玩家。虽然运气在短时间内会起点作用，但最终结局几乎是确定的。绝大多数个人投资者并不知悉他们就是这个称为华尔街的游戏里面的那条鱼。

但是，如果你坐在世界扑克系列赛名人堂会员陈强尼(Johnny Chan)身边，他让你偷看他的牌然后再和他对赌，那么将会怎样呢？那一定是个巨大的便宜。不看他的牌并模仿他的赌技是不明智的。如果赌场里的所有职业赌徒都提供这样的方便，那么将会怎样？

你知道你实际上可以在线查看任何机构基金的持仓(如果他们所管理资产规模超过 1 亿美元)，包括前面提到的沃伦·巴菲特的持仓吗？但你们有多少人这样做过呢？考虑这些经理们经常利用每次散步与睡觉的时间思考并沉迷金融市场，他们的资本化率比我们的明显更高，并且比你拥有更多资源——难道这还不够说明问题吗？

下面是对跟随这些明星经理人的步骤的简单回顾，同时给出了能事后检验经理人选股的一些案例研究，借此来详细说明自 2000 年以来上述投资组合是如何表现的。

证券交易委员会 13F 报告

1975 年美国国会根据《1934 年证券交易法》通过了第 13(f)节条款。该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法律要求每个管理资产规模超过1亿美元的机构基金管理人，每个季度向美国证券交易委员会报告一次持仓状况。国会这样要求的目的是为了改善这些大型公司的信息披露程度和透明度，并希望借此提升公众对金融市场的信心。

这份报告的格式名称是“13F”(也称为表格13F-HR)。其中数据需在每个季末后不超过45天内上传到美国证券交易委员会(SEC)网站，投资者可以永久免费浏览相关报告内容。通过查阅13F报告，你可以观察并理解每个基金管理人的持仓状况，从乔治·索罗斯，到赛思·克拉曼(Seth Klarman)，到卡尔·伊坎(Carl Icahn)，再到沃伦·巴菲特。

戈德斯坦对垒美国证券交易委员会

在13(f)节条款存世30多年后，开始有人质疑该条款的目的以及相关透明度所具有的实质性好处。菲利普·戈德斯坦(Philip Goldstein)，这位对冲基金牛头犬投资人(Bulldog Investors)的执行合伙人，于2006年10月向SEC提交了获得该原则豁免的正式请求。其理由是，13F文件向公众揭示了其私有商业机密。戈德斯坦声称，其投资组合构成状况属于秘密知识产权，依据(美国)宪法第五修正案理应受到保护。尽管大多数专家认为其请求会被驳回，但戈德斯坦却公开表示，他会起诉美国证券交易委员会(SEC)。

搜索美国证券交易委员会数据库

美国证券交易委员会维护着电子数据采集、分析和检索系统(EDGAR)数据库(www.sec.gov/edgar.shtml)，[1]并在接收后一天之内将13F报告文档张贴至网站。该电子数据库可以回溯至1999年末期，虽然保存于华盛顿

[1] 收集这些信息并将其转换成方便使用和检索格式的其他网站(有些是要付费的)包括：EDGAR online、Stockpickr，以及Lionshares。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特区的档案包括可以回溯更久的纸质记录。

一名投资者检索持仓信息时要做的所有事情就是去访问网站，在"公司"名称下检索想要了解的基金或者公司。在我们的第一个案例研究中，我们使用"伯克希尔·哈撒韦"(CIK＃0001067983)并获得了文档的细目清单。我们感兴趣的只是13F文件，因此使用者可以通过输入备选的"表格类型"(13F)来缩小要检索的列表范围。由此，所有每季度13F文件便唾手可得了。

由于13F报告是在季末45天内公布的，那么在2008年12月31日结束的该季度文件应该在2009年2月15日左右可以获得。分析最新的伯克希尔13F文件可以揭示巴菲特长期持股的一个清单，其中就包括美国运通(American Express)、富国银行(Wells Fargo)、安海斯—布希(Anheuser Busch)、华盛顿邮报(Washington Post)，以及可口可乐(Coca-Cola)。

这些信息的确是非常有意思的，但有什么价值呢？典型地，选择用于进行这个问题分析的最好投资者是采用长期持有周期的经理人(在巴菲特的案例中，他曾声明他最喜欢的持有周期是"永远")。如此可以最小化高换手率可能对投资组合产生的影响，同时45天的报告时间也不会成为左右投资业绩的主要因素。(当你看到"45天"这个数据的时候已经"陈旧"了，因为基金管理人很可能在13F文件公布时已经不持有相关股票。)我们相信，这些基金管理人在投资过程中所创造的主要价值增值来源于选股而并非投资时间选择。我们要跟踪的投资组合只包含多头，并且只关注从事长期持仓的基金管理人。当绝大多数对冲基金做空并且/或者使用衍生品对冲或杠杆化其投资理念时，这些仓位并不会在他们提交的13F文件中显示。

我们将要使用的研究方法如下：

1. 下载所有13F季度文件。

2. 如果文件中超过10个持股，则简单使用10个最大持仓，因为资产管理人业绩应该主要由其最大持仓决定。

3. 对上述10个持仓进行等额权重处理。

4. 每季度再平衡，添加/删除持仓，并且在允许提交全部持仓报告的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20个月份到来时计算持仓表现。[1]

如果要总结管理基于13F文件的投资组合与将投资配置给一名对冲基金经理人之间的某些差别，理解下面的各条观点或许会有帮助。

对比将投资配置于一名对冲基金经理时，13F策略所具有的潜在有利因素：

- **市场准入**——许多顶级对冲基金都不对新投资资本开放，即使开放，不少对冲基金也设置了很高的最低资金要求（在很多情况下都要求超过1 000万美元的最低资金门槛）。正如马克·尤斯科（Mark Yusko），即摩根·克里克资本管理公司的所有者在《基金与捐赠基金投资》一书中所言："我们不想将钱交给那些想要我们钱的人。我们要交给的是那些不想要我们钱的人。"
- **透明度**——投资者在所有时间里都控制并准确了解持仓状况，因此根除了欺诈风险。
- **流动性**——投资者可在任何时候沽空所有持仓，相反投资对冲基金则有月度、季度或者更长的投资锁定周期。
- **费率**——多数基金都收取较高的管理费，通常标准是2%管理费外加20%超额业绩费。而基金的基金则额外分别多收取1%和10%的上述费用。而管理13F投资组合的相关费用仅仅是投资者常规的经纪费用。
- **风险目标**——投资者可以控制对冲和杠杆化水平以适合其风险承受能力。因杠杆化或者衍生品投资而产生爆仓的可能性被根除。
- **税收管理**——虽然典型地对冲基金在运作时无须考虑税负问题，但在13F策略下，投资者可以根据其税负状况管理持仓水平。

对比将投资配置于一名对冲基金经理时，13F策略所具有的潜在不利

---

[1] 为准确计算回报水平，我们考虑了由于退市、收购、兼并、破产等原因而不再交易的所有股票的投资组合效应。我们也考虑了所有分红（现金、股票、特别分配等）。通常情况下，数据库与事后检验软件包不考虑不再交易股票，因而会导致结果出现严重偏差。我们使用的数据集合由Alpha Clone提供。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素：

- **投资组合管理的专业知识**——投资者无法获得对冲基金经理的时间选择与投资组合交易能力(这也可能是个有利因素)。

- **精确持仓**——狡猾的对冲基金经理会利用一些手段来避免在 13F 文件上揭示他们的持仓状况——做空其持仓组合，在季末将其仓位从报告中移除，是其中的两种方法。缺乏空头交易和期货报告意味着 13F 文件内容与对冲基金结果不同。

- **报告的 45 天延迟**——报告延迟会因不同基金换手率的不同，以各种数量方式影响投资组合。最坏的情形是，一名投资者可能正好获得了对冲基金经理 45 天前卖出的仓位。

- **高换手策略**——采用配对交易(pairs trading)或者高频交易策略的经理人属于 13F 投资组合复制策略的不理想候选人。

- **套利策略**——13F 文件可能显示一名经理人在做多一只股票，而实际上他是在使用该股票从事一项套利策略。但空头对冲是不会在 13F 文件上显示的。

让我们来认识下沃伦·巴菲特和其他几个顶级对冲基金管理人的行为，以此来了解该过程是如何发挥作用的。

案例研究 1：沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特是史上最富盛名的投资人之一。巴菲特从其导师本杰明·格雷厄姆那里学得投资技巧，后者是传奇巨著《证券分析》与《智慧投资者》的作者。格雷厄姆运作其个人投资合伙制数年，其间一直秉持着买入比其内在价值便宜的股票的投资理念。他反复宣扬买入的证券一定要有“安全边际”。格雷厄姆终身从事股票研究，他在《金融分析师杂志》(1976)上留下了下面这段话：

总的来说，并非如此。我不再是一名为发现超额价值机会而必须掌握高深证券分析技术的倡导者了。大约在 40 年前，当我们的教材《格雷厄姆与多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德》第一次发行时，这样做的确是一种有回报的行为；但在那以后形势发生了巨大的变化。在过去，任何一名训练有素的证券分析师都可以通过细致研究而挑选到价值低估的证券，从而出色地完成自己的专业工作；但是在目前无数新研究工作展开的情况下，我怀疑在多数情况下这样辛苦的努力是否能产生足够高价值的选股，以证明相关代价是值得的。在非常有限的范围内，我是站在目前为广大学者们接受的“有效市场”学派一边的。

格雷厄姆在给出上述结论时，互联网、彭博社以及其他现代研究工具并未出现。彼时“有效市场假说”(EMT)也通过学界和投资公众而广为流传。但是，沃伦·巴菲特却脱离了该理论，并一鸣惊人地言道：“如果市场永远是有效的，我宁愿是拿着锡杯子沿街游走的乞丐。”学生有能力证明老师的错误吗？

想要体验巴菲特投资敏锐度的投资者，可以投资于任何分享巴菲特投资风格的共同基金。当沃伦·巴菲特于 1969 年关闭其投资合伙制企业的时候，他曾建议其投资人将资金投向由鲁安、卡尼夫与高德法博公司(Ruane, Cuniff &Goldfarb)管理的红杉基金(Sequoia Fund)(该基金在 2008 年完成了自 1985 年以来的第一次开放募资)。崔迪·布朗(Tweedy Browne)基金系是另一个很好的例子——事实上，该公司由数名格雷厄姆—纽曼合伙公司(Graham-Newman Partnership)的雇员创立。

虽然沃伦·巴菲特也曾执行过不少对冲基金技巧，诸如货币与商品交易策略、兼并套利、可转换套利、上市股权私募股权投资(PIPE)以及私募股权，但令其闻名于世的更多是股票投资。市面上不胜枚举的书籍都试图准确猜测巴菲特先生如何进行投资选择的。美国个人投资者协会(American Association of Individual Investors: AAII)以及诸如 Validea.com 等众多网站甚至还开发了专门的选股软件，以便根据数十年来他在公开演讲、年度报告和过往交易中推崇的标准来发掘巴菲特可能购买的公司。事实上，不少投资者只是简单购买伯克希尔·哈撒韦公司的股票，借此接近巴菲特的投资组合管理技巧，熟悉一家保险巨头的运作，并获得参加伯克希尔·哈撒韦公司年度股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东大会的门票。

然而，为什么不只是购买沃伦所购买的股票呢？我们接下来分析，通过使用 13F 报告来跟随伯克希尔·哈撒韦的投资组合，是否可为投资者提供搭上巴菲特选股策略便车的机会，从而实现意想不到的超额回报。

基于上面展示的方法，表 8.1 给出了 2000～2008 年期间的投资结果。其中的“巴菲特”一列数据代表的是 10 个最大持仓等额加权并且每季度再平衡的策略投资组合的结果，我们选择将此回报状况与宽泛的美国市场(标普 500 指数)进行比较。第一个发现是最近 10 年来市场回报如此惨淡。整个 10 年的负收益率以及其间 44%的最大下跌幅度让人感到压抑。

巴菲特的股票选择非常显著地超越了指数表现。令人惊讶的是，在此投资组合仅仅包括 10 个持仓的情况下，其波动率是很低的。

表 8.1　巴菲特 13F 报告克隆投资组合与标普 500 指数总回报对比　(单位：%)

2000～2008 年	巴菲特	标普 500 指数
年化回报率	6.48	−3.50
波动率	13.20	20.29
夏普比率(3%)	0.26	−0.32
最大下跌幅度	−27.80	−44.73
最佳年份回报率	27.8	28.7
最差年份回报率	−20.3	−37.0

资料来源：阿尔法克隆(AlphaClone)。

最近，两位教授分析了通过 13F 过程来模拟巴菲特投资组合自 1976 年以来表现的一个类似方法。他们发现，该投资组合在 1976～2006 年间的回报每年超越标普 500 指数 11%，并且 31 年里有 27 个年份的表现都好于该指数！

案例研究 2：绿光资本

我们选择跟踪的第二个基金是由大卫·埃因霍恩管理的绿光资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Greenlight Capital)。在扑克牌游戏这个领域里，他在 2006 年夏天获得了世界扑克系列赛的第 18 位，并赢得了659 730美元的奖金。这位 37 岁的基金管理人将这笔收入全部捐献给了迈克尔·J. 福克斯(Michael J. Fox)基金，用于帕金森症研究(他也是该基金董事会成员)。在超过8 000名扑克选手中排名 18 是令人称道的成就，但是，在过去 10 年里以 25%的净收益率战胜金融市场更是令人称奇。

埃因霍恩在 1995 年开始启动其对冲基金，那是在他的每一个经济学博士学位修读申请遭到拒绝之后。自此他的 100 万美元启动资金很快增长到超过 50 亿美元。由于其超强的回报率，2000 年以来，该基金在大多数时间里都不向新投资者开放。想要获得更多埃因霍恩选股过程和方法启发的投资者可以阅读这本非常好的著作，即《一直愚弄某些人》(2008)，该书详细介绍了埃因霍恩与联合资本(Allied Capital)之间旷日持久的争斗。

表 8.2 展示了使用与巴菲特案例研究相同的 13F 报告策略所得到的自 2000 年以来绿光持仓的表现。再次要说明的是，该方法包含了所有因退市、收购、兼并以及破产等因素不再上市股票的影响。

表 8.2　绿光资本 13F 报告克隆投资组合与标普 500 指数总回报对比　(单位:%)

2000～2008 年	绿光	标普 500 指数
年化回报率	12.58	−3.50
波动率	38.20	20.29
夏普比率(3%)	0.25	−0.32
最大下跌幅度	−66.30	−44.73
最佳年份回报率	72.1	28.7
最差年份回报率	−48.5	−37.0

资料来源:阿尔法克隆(AlphaClone)。

正如表 8.2 所证实的，13F 策略以超过 10%的复合年化回报水平而展示出非常强劲的业绩。但其波动率高于市场指数，这可能是因为它是只包含 10 个仓位的相对集中投资组合，此外还因为高上方波动率(high upside vola-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tility)而受到一定惩罚(还记得第 4 章对此的讨论吗?),将月度数据而非年度数据年化也可能导致较低波动率数值。

案例研究 3:蓝山资本

如果让你说出几个顶级对冲基金管理人的名字,朱利安 · H. 罗伯逊(Julian H. Robertson)一定榜上有名。罗伯逊成功执掌老虎基金多年,有一本书就是专门介绍他的,即《朱利安 · 罗伯逊:牛熊领地的猛虎》。1998 年,老虎基金达到 220 亿美元的资产峰值。经过许多年强势超越同侪的表现后,罗伯逊在 1999 年遭遇重创,当时标普 500 股票指数爬升了 21%,老虎基金市值却下跌 19%。当时老虎基金的最大股票持仓者是美国航空(U. S. Airways),但该公司的麻烦拖累了老虎的整体回报。作为这次投资失败的一个了结,罗伯逊于 2000 年 3 月关闭了他的投资公司。

虽然关闭了其投资组合管理,但老虎基金仍然处于运作之中,只不过是以更像年轻经理人孵化器的结构存在着。曾在老虎基金供职,就如同获得了对冲基金领域的黄金认证盖章。下面这份简短的名单中罗列的是那些创建了他们自己基金的"老虎基金幼虎"们。

- 劳伦斯 · 波曼(Lawrence Bowman)——波曼资本(Bowman Capital)。
- 斯蒂芬 · 曼德尔(Steven Mandel)——孤松资本(Lone Pine Capital)。
- 李 · 恩斯利(Lee Ainslie)——小牛资本(Maverick Capital)。
- 约翰 · 格里芬(John Griffin)——蓝山资本(Blue Ridge Capital)。
- 安德里亚斯 · 哈尔沃森(Andreas Halvorsen)——维京资本(Viking Capital)。
- 汤姆 · 布朗(Tom Brown)——第二曲线资本(Second Curve Capital)。
- 保罗 · 斯皮尔德纳(Paul Spieldenner)——竹资本(Bamboo Capital)。
- 奎恩 · 里奥丹(Quinn Riordan)——榆木资本(Elmwood Capital)。
- 汤姆 · 法希奥拉(Tom Facciola)——虎鲨(TigerShark)。
- 比尔 · 黄(Bill Hwang)——老虎亚洲(Tiger Asia)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 德怀特·安德森(Dwight Anderson)——奥斯普瑞资本(Ospraie Capital)。
- 切斯·科尔曼(Chase Coleman)——老虎技术(Tiger Technology)。
- 凯文·肯尼(Kevin Kenny)——新兴主权(Emerging Sovereign)。
- 帕特里克·麦克库马克(Patrick McCormack)——老虎消费(Tiger Consumer)。
- 保罗·图拉基(Paul Touradji)——图拉基资本(Touradji Capital)。
- 博扬·莱斯(Bjorn Rise)——大洋能源(Oceanic Energy)。

约翰·格里芬曾是朱利安·罗伯逊的左右手。1993～1996 年,他担任着老虎资产管理公司的主席,他于 1987 年结束了在摩根士丹利旗下的商人银行集团两年的金融分析师职位后加入了该公司。

蓝山资本是格里芬于 1996 年 6 月创立的投资合伙制公司。该公司通过获得具有卓越投资特征的商业公司股权以及卖空基本面存在问题的公司的股份来寻求高额绝对回报。其投资决策都基于长期投资时间视野的详尽且面向公司的研究——这是许多多/空经理人都致力使用的经典价值增加研究方法,但极少有人真正掌握。

格里芬毕业于弗吉尼亚大学,目前他仍从纽约通过现场视频方式在该校教授"证券分析高级研究"课程(在哥伦比亚大学也讲授一门类似课程)。该课程的核心是学习如何执行价值增值基本面研究的方法,每隔数周都会有不同的对冲基金经理参与并共同主持课堂讲授。[1]

蓝山资本遵循的是经典的多/空投资模式,并且从其做空持仓中获得了大部分投资利润(这正是幼虎们的某种标志)。那么基于蓝山资本所提交的 13F 报告的投资组合会如何表现呢? 表 8.3 给出了答案。

〔1〕 梅班·费伯(Mebane Faber)参加了 2000 年春季班的学习。弗吉尼亚校友会会员、小牛资本(Marverick Capital)创立人兼投资组合经理李·恩斯利(Lee Ainslie)是那一期的嘉宾演讲者。该基金已向新投资人关闭了十多年,并持续取得了年均 20%以上的回报率,此外,小牛资本自启动以来从未出现过业绩下滑年份的事实也的确傲视同侪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.3　　蓝山 13F 克隆投资组合与标普 500 指数总回报对比　　(单位:%)

2000～2008 年	蓝山	标普 500 指数
年化回报率	3.25	−3.50
波动率	21.78	20.29
夏普比率(3%)	0.01	−0.32
最大下跌幅度	−39.60	−44.73
最佳年份回报率	26.6	−37.0
最差年份回报率	−33.9	−37.0

资料来源:阿尔法克隆(AlphaClone)。

这个蓝山投资组合显示出,即便简单的 13F 方法也能够抓住某些经理人的阿尔法值,但可能落后于基础基金经理的回报水平。例如,格里芬在 2007 年获得了令人恐怖的超过 60%的收益,但专门做多的 13F 策略却“仅仅”收获了 23%左右的回报率。很显然格里芬有能力充分发挥其在做空、衍生品以及市场时间选择上的综合能力而获利。他在国际持仓以及做空上都释放了不少阿尔法值,但这些都没有显示在其 13F 报告中。连带考虑到有些仓位可能是针对其自有持仓做空的事实,因此,克隆 13F 策略将落后于经理人的实际收益表现。

在挑选基金经理人时,最好是寻找那些从美国市场多头持仓中获取大部分利润的经理。但要注意哦,每年超越指数 6%的回报应该是很不错的!

整合顶级基金经理以构建你自己的基金的基金

不要只是跟踪一名基金经理人,很可能此人正陷于麻烦的离婚纠纷或者已开始满足于自己所拥有的财富了,一名投资者可以通过整合数只基金为一个投资组合,从而创建自己的基金的对冲基金。投资者可以从每只基金简单地挑选几个顶级持仓,然后用与前述相同的方法进行更新。该选择给予投资者将风险在多个经理人之间分散的额外好处。此外,通过选择这些基金中的最大规模、最集中的持仓,此方法也能提供选择经理们给出最大认可度的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的额外好处。

另一种应用对投资组合使用一致的方法。该策略涉及购买超过一个基金经理人持有的股票。其中的原理是，当不止一个投资者得到同样结论时，则该投资的合理性即获得了确认。

在我们分析单多投资组合的表现时，许多投资者偏好具有较低波动水平的投资组合。投资者可以使用简单对冲策略，即买入看空期权或者做空各类指数以降低波动性与市场风险。投资者可以探索数个投资组合变体[1]，这也是费伯与他人共同创建阿尔法克隆(AlphaClone)软件应用程序的原因之一，该软件可以界面友好地支持投资者对大量有意思的投资策略进行测试。

表 8.4 使用的是基金的基金方式，并且展示了前述三位基金管理人——巴菲特、埃因霍恩和格里芬——每人前三位持仓的简单投资组合的季度再平衡表现。

表 8.4 （单位：%）

2000～2008 年	FOF	标普 500 指数
年化回报率	7.53	−3.50
波动率	17.95	20.29
夏普比率(3%)	0.25	−0.32
最大调整幅度	−37.00	−44.73
最佳年份回报率	42.8	28.7
最差年份回报率	−29.4	−37.0

资料来源：阿尔法克隆(AlphaClone)。

从此表可以看到，FOF 获得了每年 10%的超越回报表现并且比股票波动水平低，也比整体指数的最大下跌幅度小。更具适应性的方法是将数个方法显著不同的经理人的投资策略整合起来，如此还可进一步降低波动率和下

[1] 包括高盛(Goldman Sachs)、摩根士丹利(Morgan Stanley)、美林(Merrill Lynch)在内的各投资银行也开发了挖掘 13F 文件的自主策略。这些策略均关注整个对冲基金领域，因此包括了来自诸如主动交易商、套利商等，以及低四分位业绩基金等与 13F 复制策略相关性不高的基金的投资结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌幅度。在此情况下，其结果是在股市下跌的 2000 年、2001 年以及 2002 年，该方法均获得了正收益。

至此，个人投资者已经接触到了投资行业里最光辉的思想，跟随最佳对冲基金可以简化选股流程。当你能够便捷地将自己的股票投资管理转交给业界最聪慧的头脑时，为什么还会把时间花在收看 CNBC 的电视节目以及阅读《华尔街日报》上呢？当你跋涉穿越机构基金丛林，有无数的基金可供一名投资者选择。下面给出了可供考虑的其他基金列表：

艾兵顿资本管理(Abingdon Capital Management)

艾兵顿拉姆斯资本(Abrams Capital)

艾克尔资本(Akre Capital)

阿尔松资本合伙(Alson Capital Partner)

阿帕卢萨管理(Appaloosa Management)

大西洋投资管理(Atlantic Investment Management)

巴陵顿合伙(Barrington Partners)

鲍普集团(The Baupost Group)

布里杰资本(Bridger Capital)

坎内尔资本(Cannell Capital)

切萨皮克资产管理(Chesapeake Asset Management)

酋长资本管理(Chieftain Capital Management)

钴资本(Cobalt Capital)

投资资产管理(Defiance Asset Management)

老鹰资本合伙(Eagle Capital Partners)

精英资本(Eminence Capital)

ESL 投资(ESL Investments)

精细资本管理(Fine Capital Management)

幽观资本管理(Glenview Capital Management)

戈坦资本(Gotham Capital)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高地资本管理(Highfield Capital Management)

伊坎联合(Icahn Associates)

贾纳合伙(Jana Partners)

皇街资本(King Street Capital)

第五大道资本(Lane Five Capital)

天秤顾问(Libra Advisors)

孤松资本(Lone Pine Capital)

小牛资本(Maverick Capital)

纽卡索合伙(Newcastle Partners)

欧米茄顾问(Omega Advisors)

帕伯莱投资基金(Pabrai Investment Funds)

彭南特资本管理(Pennant Capital Management)

佩里资本(Perry Capital)

潘兴广场资本管理(Pershing Square Capital Management)

私人资本管理(Private Capital Management)

关系投资人(Relational Investors)

SAB 资本(SAB Capital)

赛昂资本(Scion Capital)

第二曲线资本(Second Curve Capital)

塞珀维克合伙(Semper Vic Partners)

蓝岩进取价值(Shamrock Activist Value)

钢铁合伙(Steel Partners)

T2 合伙(T2 Partners)

泰晤士河资本(Thames River Capital)

第三顶点管理(Third Point Management)

老虎全球(Tiger Global)

通鼎资本合伙(Tontine Capital Partners)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追随者基金(Tracer)

特拉夫莱三角洲(Trafelet Delta)

价值行动资本合伙(ValueAct Capital Partners)

维京全球投资者(Viking Global Investors)

维泽一普特拉管理(Wyser-Pratte Management)

雅彭合伙(Yaupon Partners)

本章小结

- 使用每季度向美国证券交易委员会提交的 13F 文件，可以很方便地跟踪机构基金管理人的持仓状况。
- 跟随这些基金经理人可以引发新的投资思路。
- 更重要的是，相关结果显示，通过跟踪并且每季度再平衡投资组合，一名投资者可以在不支付高额对冲基金费率的情况下复制对冲基金的多头持仓。
- 与股票和对冲基金指数相比，这些超额回报可从同级别波动率中获益。
- 由于价值投资型经理人具有长期持仓周期和低换手率，因此 45 天的持仓报告延迟不应该是一个大问题。
- 我们展示了分析三位价值投资者的案例研究，分别是伯克希尔·哈撒韦的沃伦·巴菲特、绿光资本的大卫·埃因霍恩，以及蓝山资本的约翰·格里芬，同时我们也展示了自 2000 年以来各投资组合事后测试的结果。
- 此外，对投资者而言更复杂的应用可能包括构建对冲投资组合，以及由多个基金管理人持仓整合而成的投资组合。此类“基金的基金”应能为 13F 克隆策略增添某种多样性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章　制订行动计划

没有比一个人将其大部分生命都用在谋生上更致命的过错了。

——亨利·大卫·梭罗(Henry David Thoreau)

人们经常终其一生在工作岗位上殚精竭虑地辛苦工作以积累投资储蓄金，然而在如何管理这些资金时却仅仅是轻描淡写地少有关注。投资者经常对如何计划投资问题没有什么框架，因此，许多投资者的投资方法更类似于赌博或者娱乐，而并非经过深思熟虑的通盘计划。许多投资者在暴露于巨大风险时却浑然不知。

如果你问人们什么是人生的目标，他们经常会回应"幸福"或者类似的答案。如果人们希望实现人生幸福的最优化，则很多人会重新考虑其投资计划。如果你同意本书前文所探讨的行为研究的内容，则损失与下行波动水平会成为比单纯回报更值得关注的问题。本章试图回答投资咨询行业经常被问及的一个问题："我该做什么？"

为什么不简化你的投资过程？将你的战略资产配置外包给前 1%的顶级投资者，超级捐赠基金，看起来是逻辑合理的第一步。而以考虑周全并且有纪律的方式执行并监控投资组合也是持续成功的必备条件。此外，增加主动经理人、使用审慎风险管理，以及搭上顶级对冲基金的便车都是对核心投资组合的可能扩展手段，借此可以改善绝对回报率和风险调整后回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实施你的常青藤投资组合

以下便是基于本书勾画出的原则来制订一项投资计划的框架。

步骤 1:选择你的政策投资组合

第一步是将你的策略资产配置外包给排名前 1%的顶级机构投资者——超级捐赠基金。以哈佛和耶鲁捐赠基金的年报作为指导,分析它们的政策投资组合,然后决定一个适合你个人情况的资产配置。随着年龄的增长,不断缩减你的资产配置并增加对固定收益产品的投资,这对风险厌恶的个人来说也是不错的范本。

来自超级捐赠基金的重要启发包括对股权类资产的关注,同时包括诸如本国股票、外国股票、债券、房地产以及商品等各种资产类别。相对于对每个主要资产类别都进行一定配置而言,到底应该如何精确组合并不重要,这些主要类别是:股票、债券和实物资产。虽然我们在第 4 章曾建议三种简单的常青藤投资组合,但本书所提及的任何配置方式都满足投资需求,最终如何取决于你的风险偏好与满意程度。在本章结尾部分,我们会再次重复本书通篇提及的一些重要的投资组合,但下面的表格给出的是最简单的常青藤投资组合样本。

常青藤投资组合	简单比重(%)
本国股票	20
外国股票	20
债券	20
房地产	20
商品	20
总和	100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤2：实施你的政策投资组合

通过投资具有税收效率、低成本指数对冲基金或者ETF来规避投资费率。

步骤3：用纪律来坚持执行你的政策投资组合

这一步骤通过坚持执行一项策略资产配置的方式，让你避免投资过程中会出现的情绪式决策制定和行为偏差。每年审查一下你的投资组合。如果持仓状况出现偏离，则在税收免除账户进行每年一次的再平衡，而对于应税投资账户则通过现金流入和流出进行再平衡更加合理。此外，在应税账户可考虑使用一些税负收割策略。

步骤4：决定你是否需要考虑主动经理人——对冲基金与私募股权

我们分析了另类投资领域以及在私募股权和上市对冲基金中可行的投资选择。我们推荐不要进行私募股权的配置，但是如果你想使用上市对冲基金或者ETF/ETN，可以考虑将它们作为本土和外国股权投资组合的一个替代。但要注意相关投资的税负后果以及基金本身的结构问题。

基于其与核心投资组合的相关性以及风险和策略，可以考虑将上市另类基金作为投资组合的补充和/或替代配置。对于那些与核心投资组合没有相关性的策略，超级捐赠基金们使用高达20%的配置就没有什么不合理的了。再次强调，注意税收问题、特别是这些主动基金的成本问题。

步骤5：考虑主动风险管理

如果你对全球资产类别以及上市另类投资的指数化投资组合不满意，仍有一些主动管理技巧可以用来改善你的绝对与风险调整后回报率。其中第一个技巧是战术资产配置的主动方法。无论是从情感上还是从财务上来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度过长期熊市都是非常痛苦的事情。

投资者可以使用简单趋势跟随系统来降低投资组合的波动水平和最大下跌幅度。我们分析过，当资产类别下跌至长期移动平均以下时，卖出并持有现金能在多大可能上降低风险。在例子中我们使用的是 10 月简单移动平均。更新此类投资组合，与每月检查一次单个资产类别一样简单。[1] 在过去 36 年里，这一战术投资模型应该未曾经历下跌年份。

此外，基于相对强度的简单轮动系统，也可以在改善投资组合绝对回报的同时仍能控制风险。该系统在一段特定时间里简单选择表现最佳的资产类别。在例子中，我们选择的是 3 月、6 月和 12 月总回报的平均值。

虽然上述策略较之其换手率所隐含的内容更具税收效率，但在税收延迟账户内进行这些主动投资策略的实施仍然是值得推荐的。

步骤 6：考虑将你的股权投资组合外包给顶级对冲基金

选股难。通过 13F 文件来跟随顶级价值对冲基金，可以创造超额回报。考虑将部分股票资产配置于这些经理人的选股之上。先决定你想要跟踪的一名经理人或者一个经理人群体，然后每季度在新的 13F 文件出来后更新你的投资组合。

步骤 7：享受生活

所有前文阐述的投资组合都是基于投资纪律，并且不存在对投资决策产生干扰的情感偏差。这难道不是一天结束时的一个终点吗？投资过程中的投资组合也是一种到达终点的方式，但其本身并非终点。

总而言之，快乐是人生的终极目标。我们生存并非为了吃饱肚子和赚钱。我们吃饱肚子与赚钱是为了能生存。这才是人生的意义以及人生

[1] Stockcharts. com 是一个不错的服务商。我们也会在本书的网址（www. theivyportfolio. com）上及时更新时间选择模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的目标。

——乔治・马洛里(George Mallory)

《常青藤投资组合》讨论的投资组合

下面是我们在整本书中讨论过的投资组合样本。表 9.1 是包含五个资产类别的最简单投资组合。表 9.2 与表 9.3 则是将资产类别进一步分解为 10 种与 20 种持仓后的投资组合。

表 9.1　　简单常青藤投资组合(5 种资产类别)

	常青藤投资组合(%)	ETF
本国股票	20	VTI
外国股票	20	VEU
债券	20	BND
房地产	20	VNQ
商品	20	DBC
总和	100	—

表 9.2　　简单常青藤投资组合(10 种资产类别)

	常青藤投资组合(%)	ETF
本国大盘股票	10	VTI
外国小盘股票	10	VB
发达外国股票	10	VEU
外国新兴市场股票	10	VWO
本国债券	10	BND
TIPS	10	TIP
房地产	10	VNQ

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	常青藤投资组合(%)	ETF
外国房地产	10	RWX
商品	10	DBC
商品	10	GSG
总和	100	—

表 9.3　　简单常青藤投资组合(20 种资产类别)

	常青藤投资组合(%)	ETF
本国大盘股票	5	VTI
本国中盘股票	5	VO
本国小盘股票	5	VB
外国小盘股票	5	IWC
发达外国股票	5	VEU
外国新兴市场股票	5	VWO
发达外国小盘股票	5	GWX
外国新兴市场小盘股票	5	EWX
本国债券	5	BND
TIPS	5	TIP
外国债券	5	BWX
新兴市场债券	5	ESD
房地产	5	VNQ
外国房地产	5	RWX
基础设施	5	IGF
森林资产	5	TREE. L
商品	5	DBA
商品	5	DBE
商品	5	DBB
商品	5	DBP
总和	100	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.4　不含另类资产的哈佛与耶鲁捐赠基金(圆整后)　(单位:%)

	2007 年哈佛	2007 年耶鲁	ETFs
本国股票	15.00	20.00	VTI
外国发达国家股票	15.00	10.00	VEU
外国新兴市场股票	15.00	15.00	VWO
债券	10.00	5.00	BND
TIPS	10.00	0.00	TIP
房地产	10.00	25.00	VNQ
商品	25.00	25.00	DBC
总和	100	100	

表 9.5　含另类资产的哈佛与耶鲁捐赠基金(圆整后)　(单位:%)

	2007 年哈佛	2007 年耶鲁	ETF
本国股票	10.00	10.00	VTI
外国发达国家股票	10.00	5.00	VEU
外国新兴市场股票	10.00	10.00	VWO
债券	10.00	5.00	BND
TIPS	5.00	—	TIP
房地产	10.00	15.00	VNQ
商品	15.00	15.00	DBC
私募股权	10.00	20.00	PSP/PFP
对冲基金	20.00	20.00	*
总和	100	100	

* 利用美国或者外国上市基金均可投资于对冲基金。与现有资产类别存在高度相关性的基金品种应被视为现有配置的替代投资来处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 A 动量与趋势跟随系统简介

基于动量的投资策略能产生效果，是因为市场本身在不同时间框架下由于过低反应与过度反应而展现出动量(正序列相关性)。动量策略在 20 世纪的大部分时间里都存在(并有可能存在时间更长)。有效市场理论家们长期以来困惑于动量策略，并宣称在有效运作的市场里，通过买入过去赚钱并卖出过去亏钱的产品不可能是赚钱的方法。但是，实际参与者们几十年来都忽略了有效市场理论家们的观点并不断累积投资收益。

早在 20 世纪 30 年代(1937 年)，艾尔弗雷德·考利斯(Alfred Cowles)与赫伯特·琼斯(Herbert Jones)就发现了动量的证据。H. M. 加特雷(H. M. Cartley，1945)在其发表于《金融分析师杂志》上的题为“相对速度统计：在投资组合分析中的应用”的文章中，就提出了相对强度股票选择方法。罗伯特·列维(Robert Levy，1986)则在“普通股价格预测的相对强度概念”一文中定义了他自己的动量体系。由建议在选股中使用动量策略的投资者撰写的其他文献包括：詹姆斯·奥肖内西(James O' Shaughnessy，1998)所著的《什么在华尔街有效》、马丁·茨威格(Martin Zweig，1986)的《华尔街制胜之道》、威廉·奥尼尔(William O' Neil，1988)的《如何在股市赚钱》，以及尼古拉斯·达瓦斯(Nicolas Darvas，1960)的《我如何在股市赚到两百万美元》。

在迈克·卡尔(Mike Carr)所著《更聪明地投资于任何市场》一书的附录中提供了有关动量文献的精彩评述。

关于动量系统最全面的研究由埃罗依·迪姆森(Elroy Dimson)、保罗·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马什(Paul Marsh)以及迈克·斯汤顿(Mike Staunton)在《乐观主义者的胜利》一书中完成。他们发现1956～2007年间，英国股权市场的赚钱产品(过往收益排名前20%)年均回报超越亏损品种(排名后20%)10.8%。即使依据市场资本总值使用排名前100的英国股票，也能较亏损品种产生7%的超额回报。观察上述100只股票自1900年以来的表现，他们发现其每年可以产生10.3%的超额回报。

科尔·威尔考克斯和埃里克·克里腾登(Cole Wilcox and Eric Crittenden,2005)在《趋势跟随在股市中有效吗?》一书中，将此问题应用于本土股票市场的研究，他们的结论是，即使对公司行为、生存偏差、流动性和交易成本进行调整后，趋势跟随策略也能在单一股权上有效。

动量效应在全球大多数主要发达国家市场都能观察到。纳拉辛汉·叶加迪西与谢里丹·迪特曼(Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman,1993)认为，在3～12个月内表现良好(疲弱)的股票会继续在接下来的3～12月内表现良好(疲弱)。上述两位作者在2001年证明，动量策略在20世纪90年代的随后样本外期间内表现良好。K. 基尔特·鲁文霍斯特(K. Geert Rouwenhorst,1998)则提出，在欧洲市场动量策略也是可以获利的方法。有关可能导致动量效应行为偏差的一个上佳评述，可在叶加迪西与迪特曼(2001)的题为"动量"的工作论文中查阅。

尽管大多数研究关注的是个别证券，但也有一些研究显示出在资产类别回报上动量策略也能有效的证据。卡洛克·张、阿洛丁·哈米德和威尔森·童(Kalok Chan, Allaudeen Hameed, and Wilson Tong,2000)则证明，国际股票市场指数也展现出动量特征。

存世最久并且讨论最多的两个趋势跟随系统分别是由查尔斯·道(Charles Dow)创立的道氏理论(Dow Theory)，以及由奈德·戴维斯(Ned Davis)发展的百分之四模型(Four Percent Model)。蒂莫西·海耶斯(Timothy Hayes,2001)的《研究驱动型投资者》，以及马丁·茨威格(Martin Zweig,1986)的《华尔街制胜之道》两本著作分别对上述两个系统给出了良好回顾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅里曼资本管理公司(Merriman Capital Management,MCM)[1]的团队曾对诸如股票、债券以及黄金等各类资产类别,应用市场时间选择策略完成了大量定量事后检验。该团队使用他们的自有策略来管理客户资金,而在本书中展示的相关结果则验证并扩展了这些年来他们所完成的相关工作。丹尼斯·迪尔雷和保罗·梅里曼(Deenis Tilley and Paul Merriman, 1999～2002)描绘了市场时间选择系统的特征,并给出了跟随此类系统进行投资操作时的情感与行为困难。

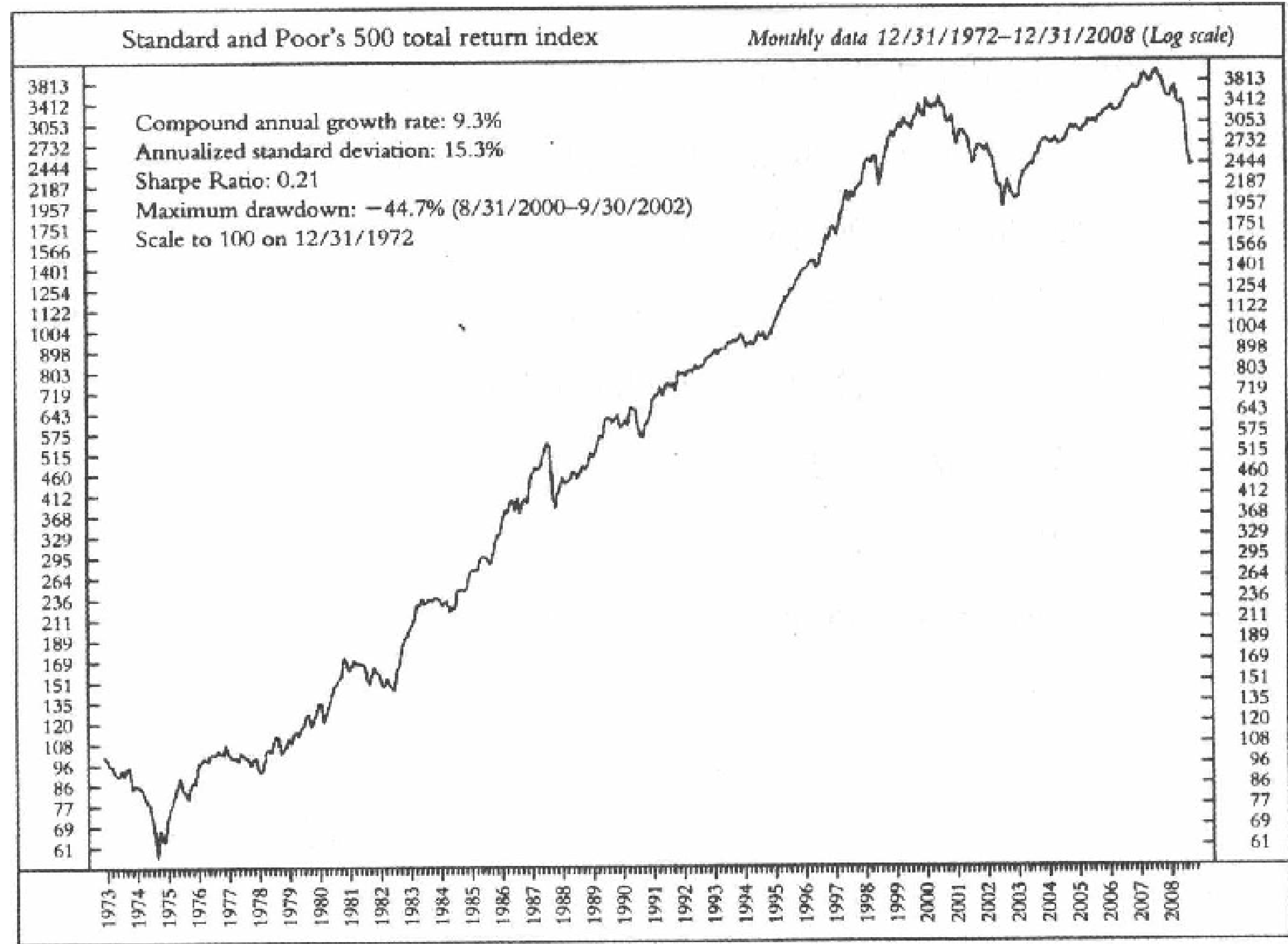
另一个充分使用趋势跟随系统的全新产品领域是期货市场。许多全球宏观对冲基金以及商品交易顾问(commodity-trading advisors,CTAs),比如约翰·亨利(John Henry)与比尔·邓恩(Bill Dunn),多年来都一直在期货交易中使用趋势跟随系统,旗下管理资产规模也有数十亿美元。相对于本书细述内容,期货趋势跟随是一个有相当差异的系统,约翰·马尔维、考雷·西姆塞克和西沃·西丹·考尔(John Mulvey, Koray Simsek, and Shiv Siddhant Kaul,2005)则对期货趋势跟随策略的总回报构成进行了分析。该回报包括抵押收益(投资于短期国库券的现金)、趋势跟随利得,以及按回报贡献获取的再平衡利得。他们断言,抵押收益(collateral yield)在总回报中是最大的一块收益,这也是经常被忽视的一点。你可以在 IASG. com 网站获得更多有关商品交易顾问基金的信息,也可以从标普发布的白皮书中了解更多多样化趋势指标(diversified trend indicator)的信息。

[1] 在网站 FundAdvice. com 上可以了解更多信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B　补充图表

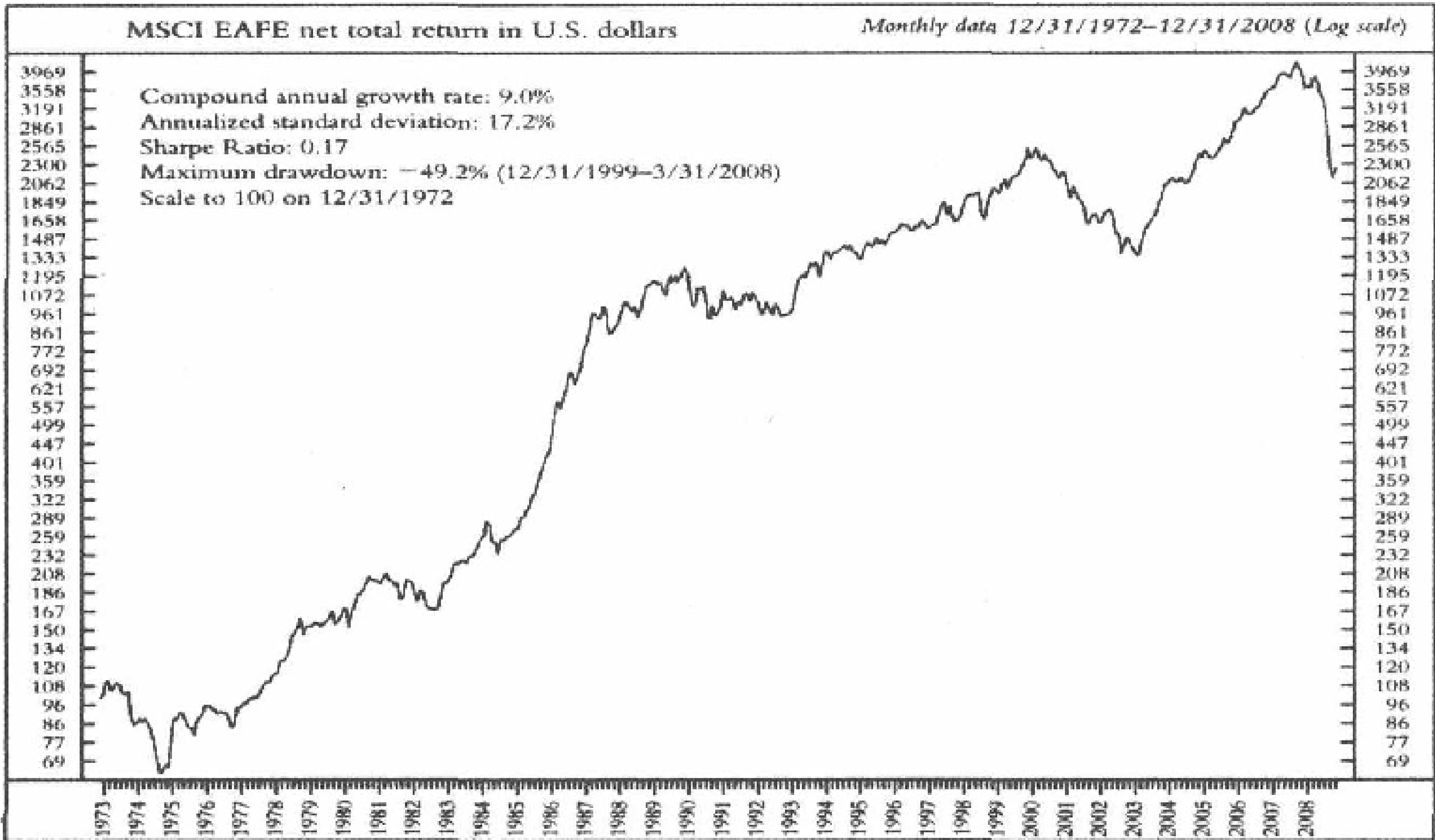
下述图表以供参考和深入研究(见图 B.1～图 B.14)。为简化行文，本书正文中未将它们纳入。



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

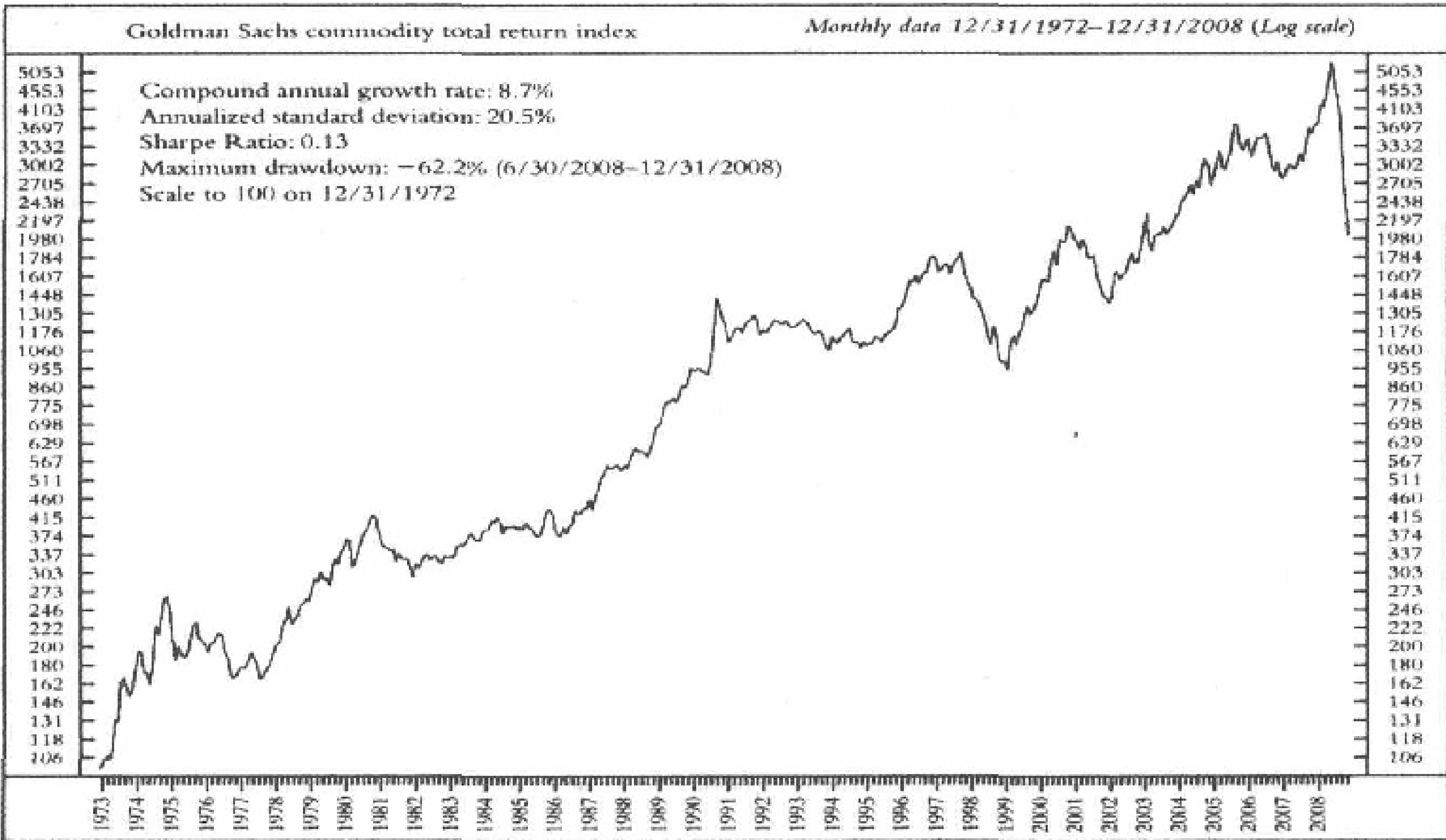
图 B.1　标普 500 指数总回报(1973～2008 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

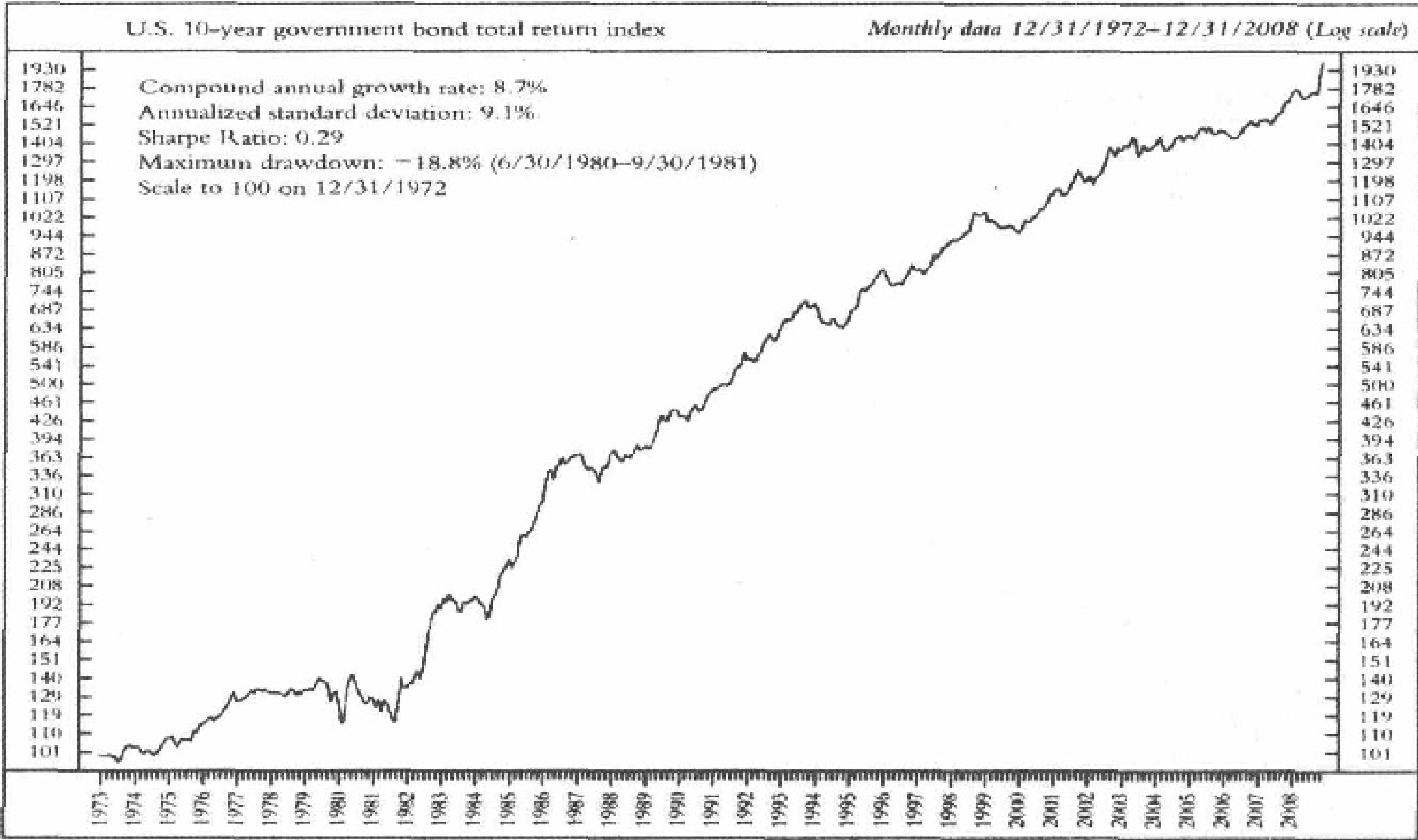
图 B. 2　MSCI EAFE 指数总净回报(1973～2008 年)



© 2008年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

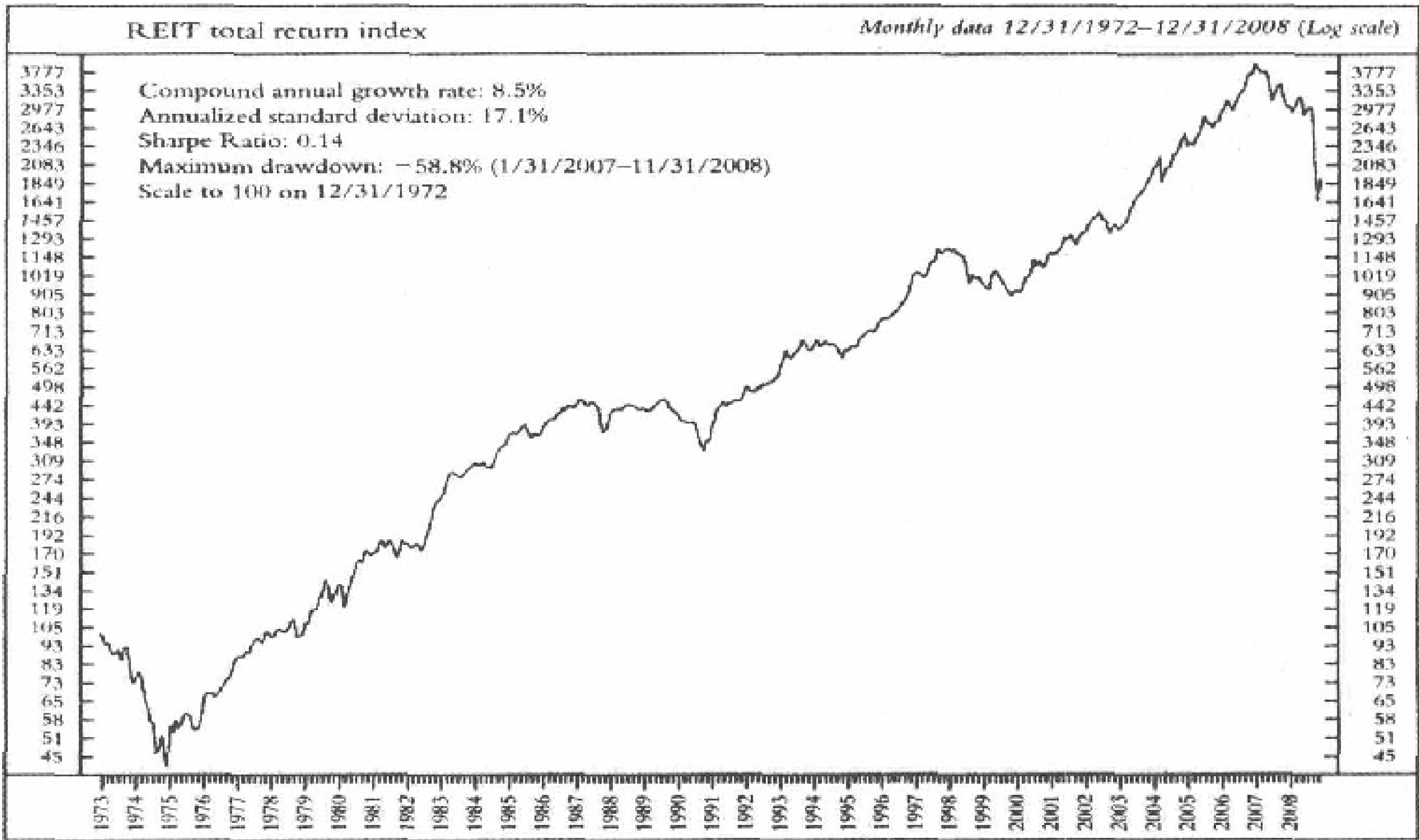
图 B. 3　GSCI 指数总回报(1973～2008 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

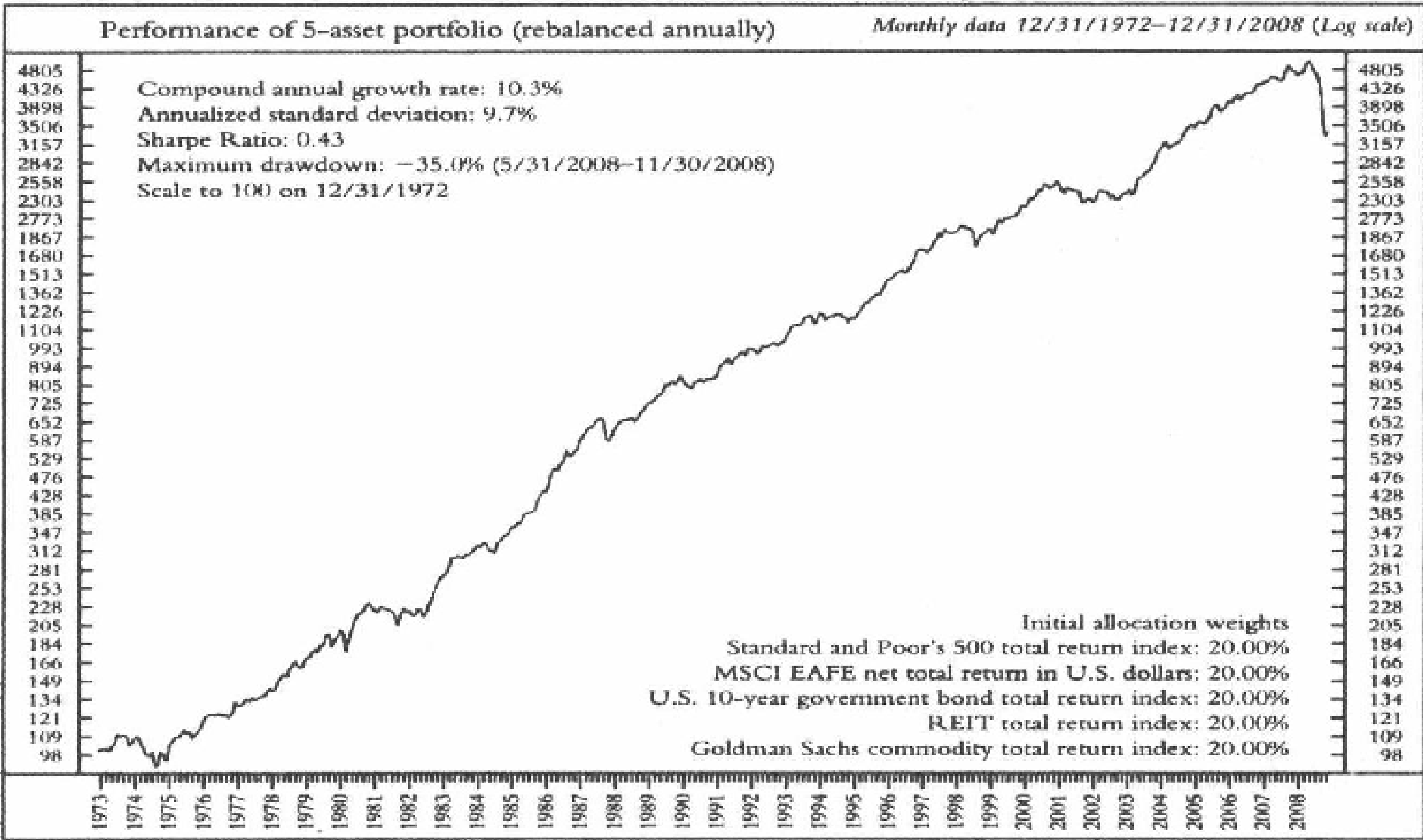
图 B.4　10 年期美国政府债券指数总回报(1973～2008 年)



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

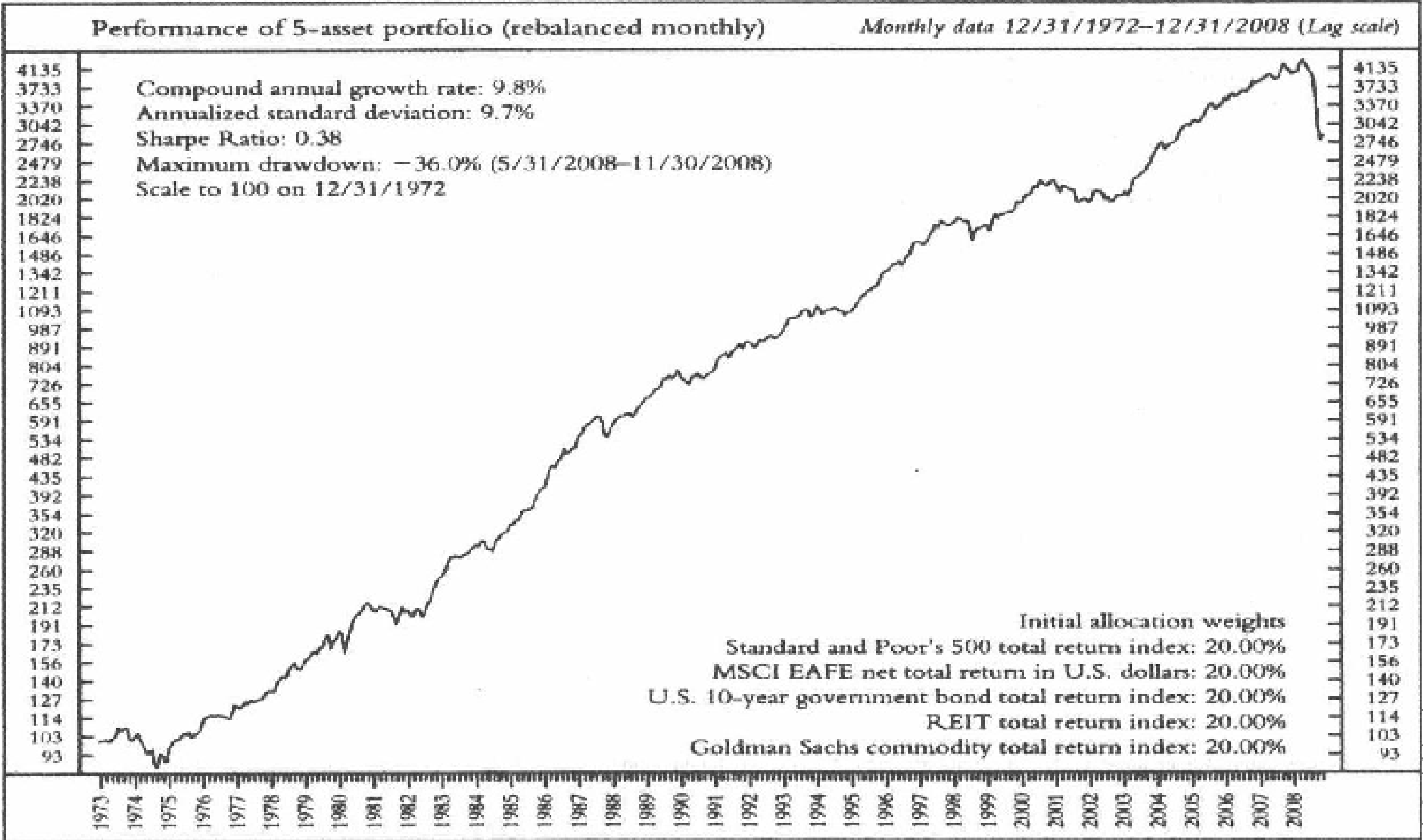
图 B.5　REIT 指数总回报(1973～2008 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

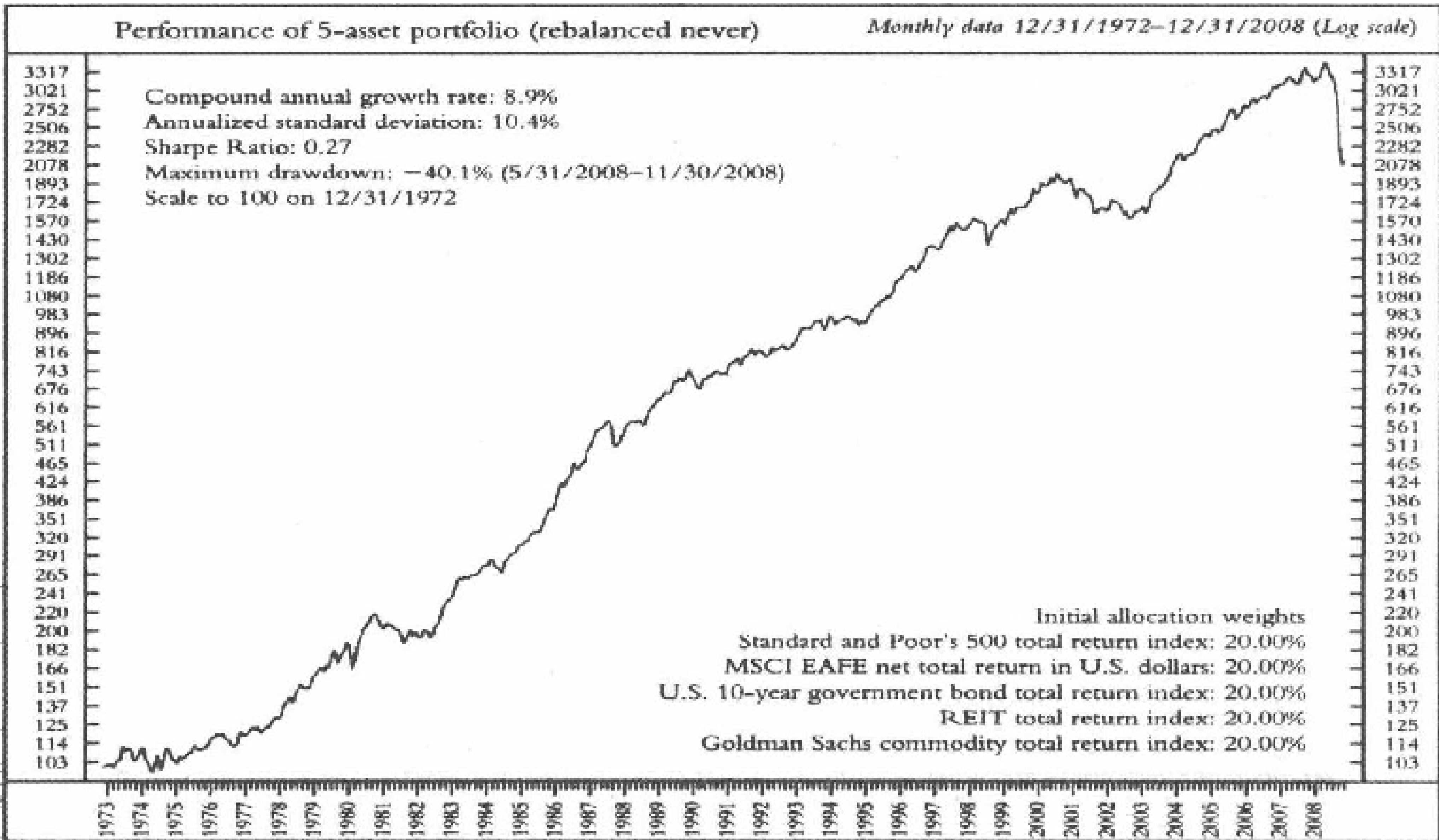
图 B.6　常青藤投资组合年度再平衡回报(1973～2008 年)



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

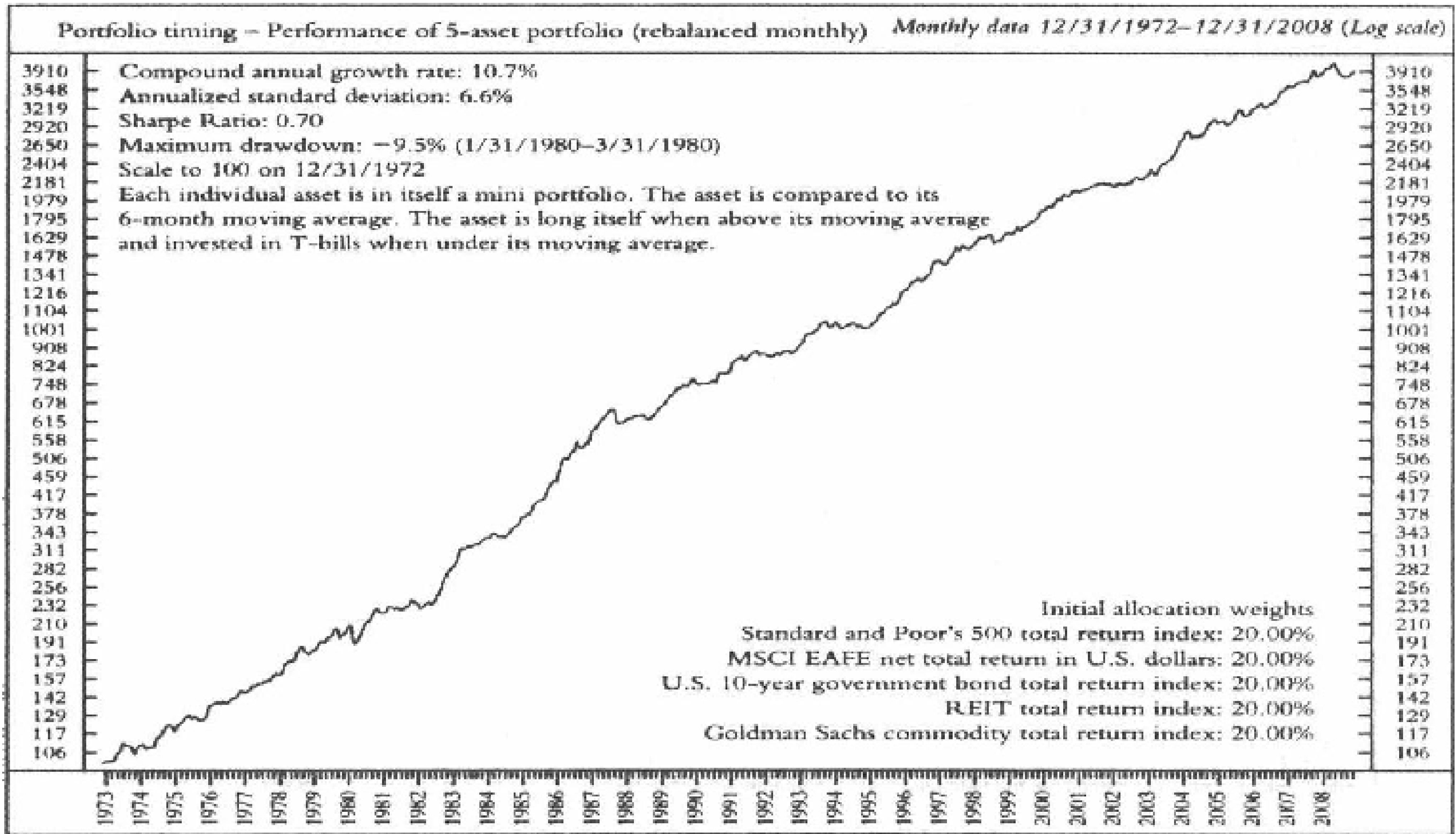
图 B.7　常青藤投资组合月度再平衡回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

图 B.8 常青藤投资组合未实施再平衡回报(1973～2008 年)

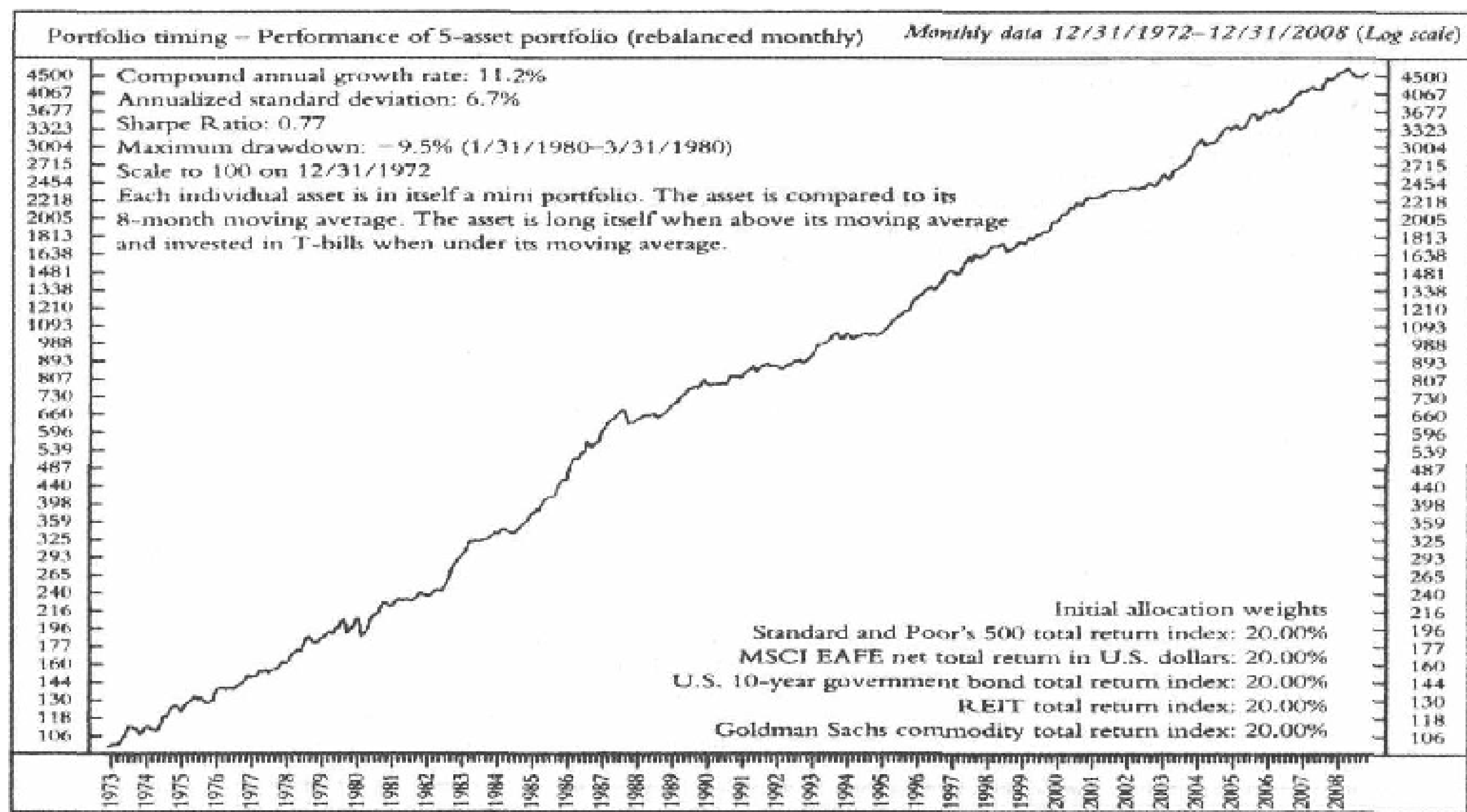


© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

图 B.9 基于常青藤投资组合月度再平衡的 6 月移动

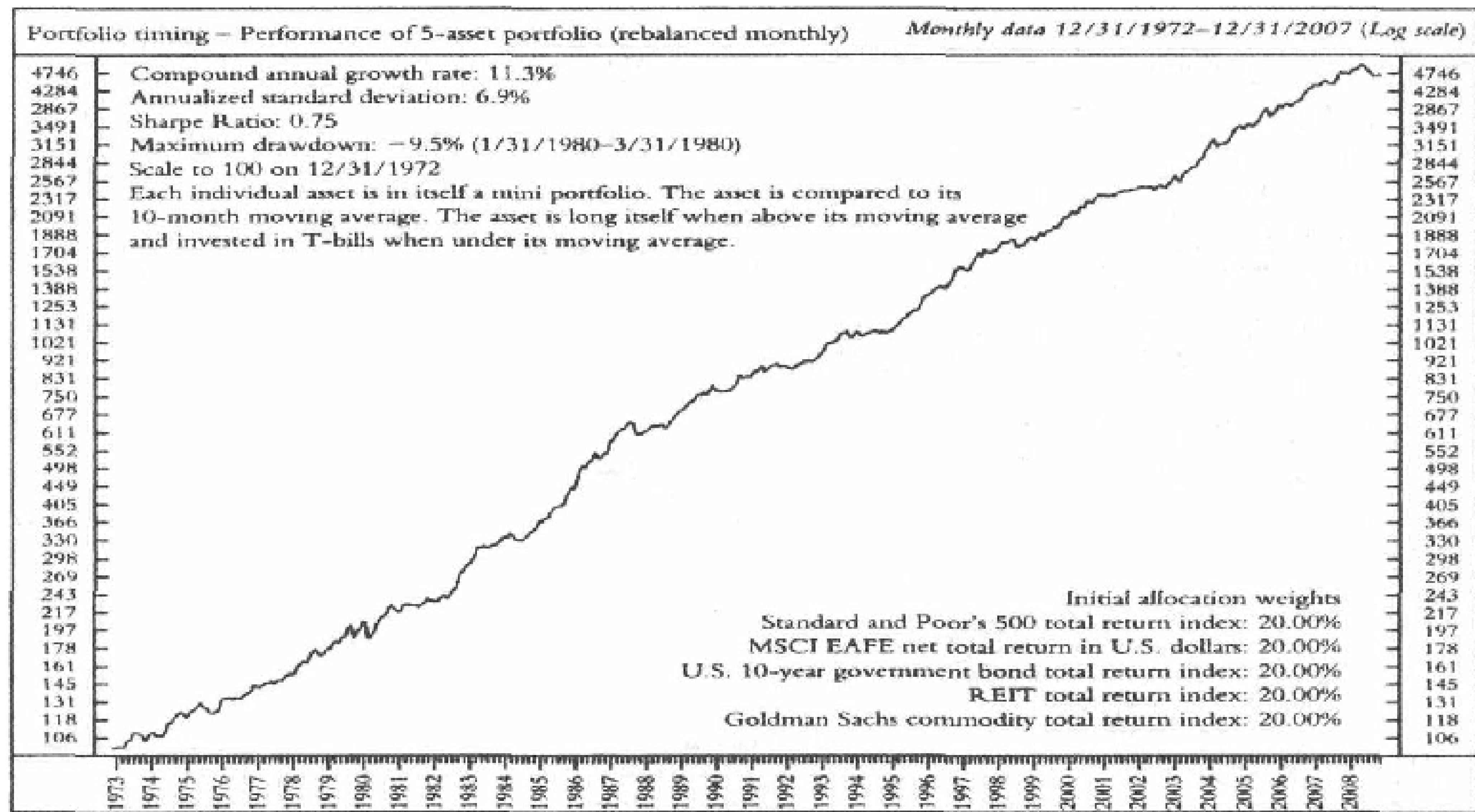
平均时间选择模型的回报(1973～2008 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

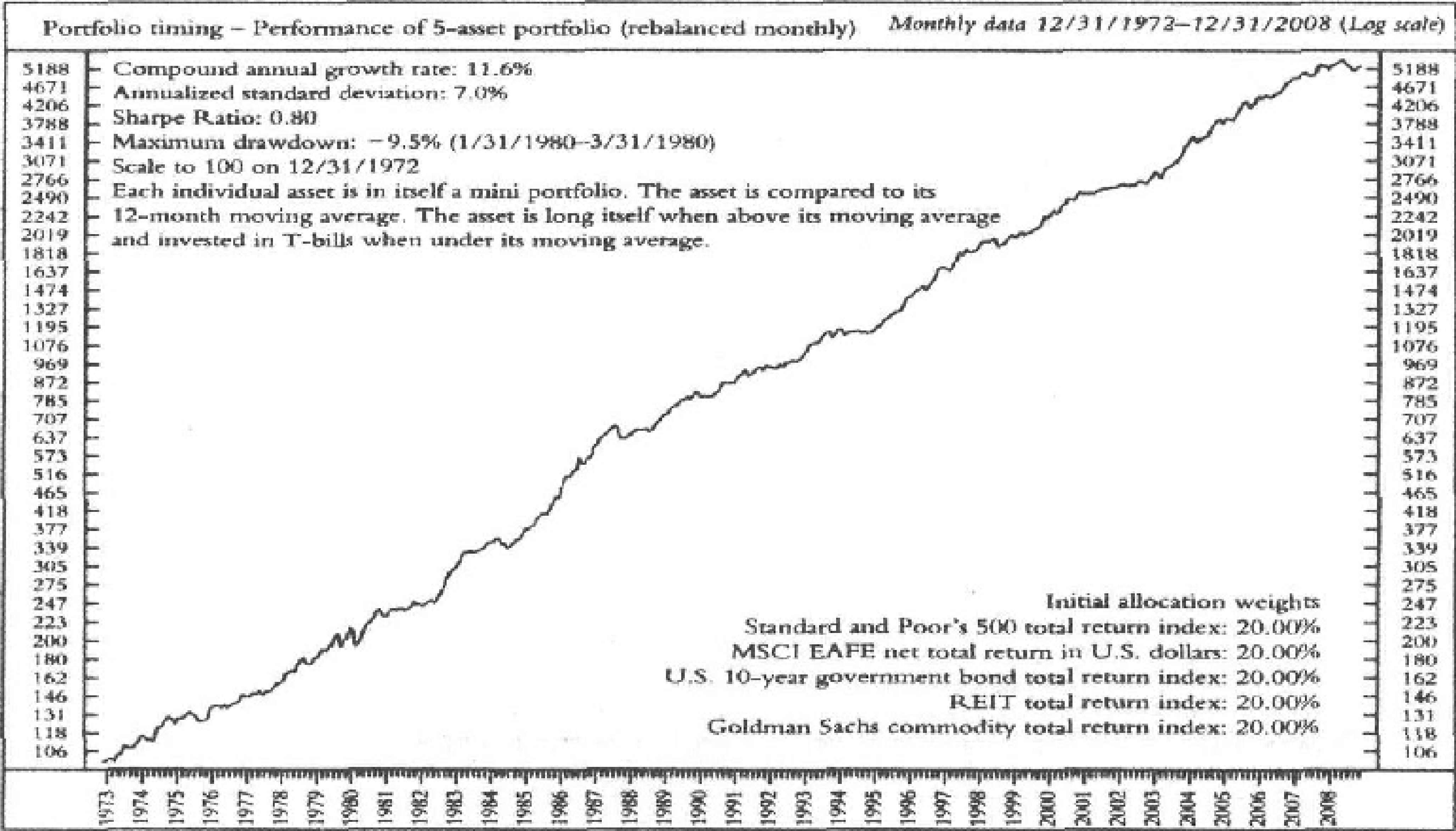
图 B. 10　基于常青藤投资组合月度再平衡的 8 月移动平均时间选择模型的回报(1973～2008 年)



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

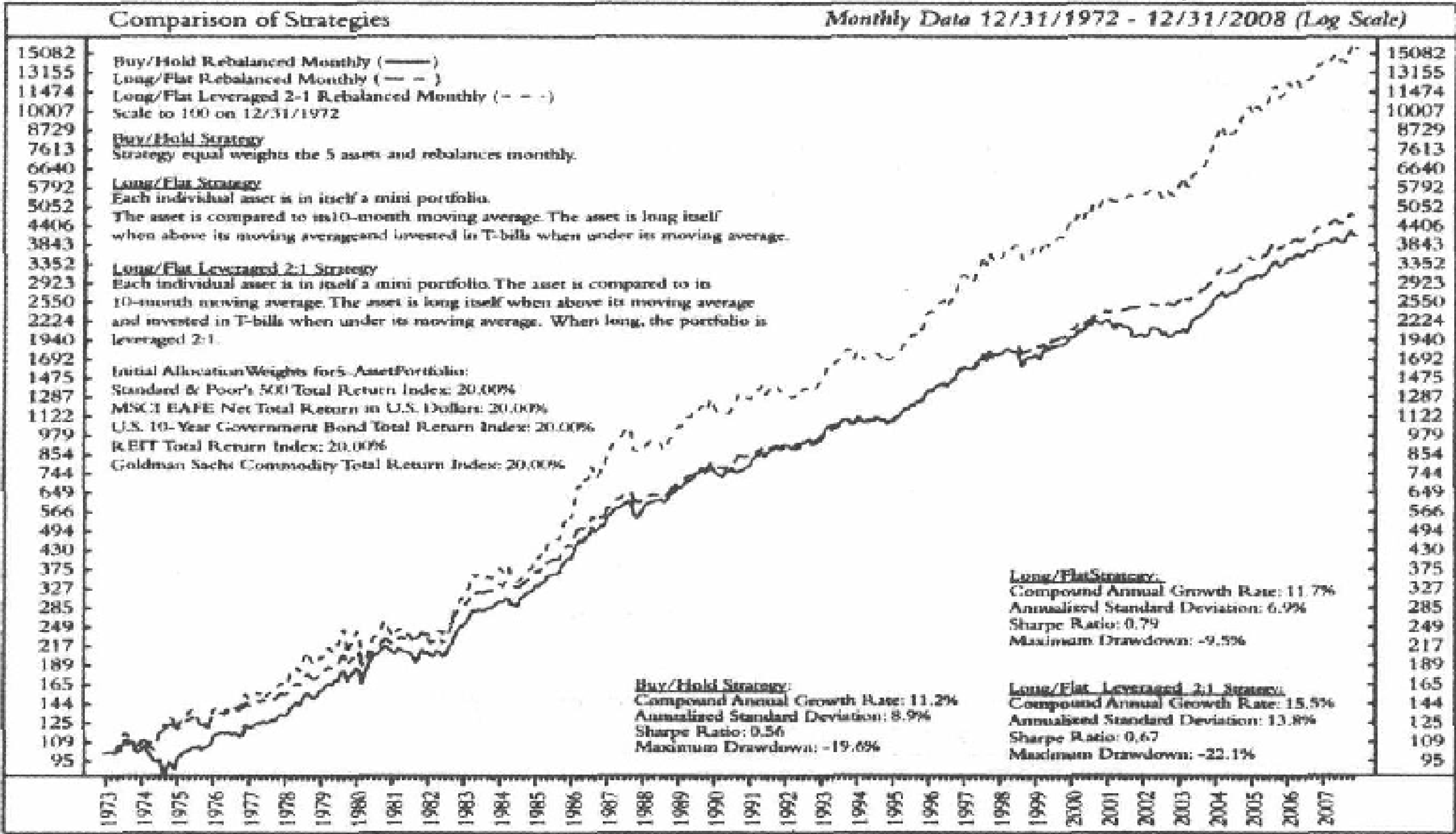
图 B. 11　基于常青藤投资组合月度再平衡的 10 月移动平均时间选择模型的回报(1973～2008 年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

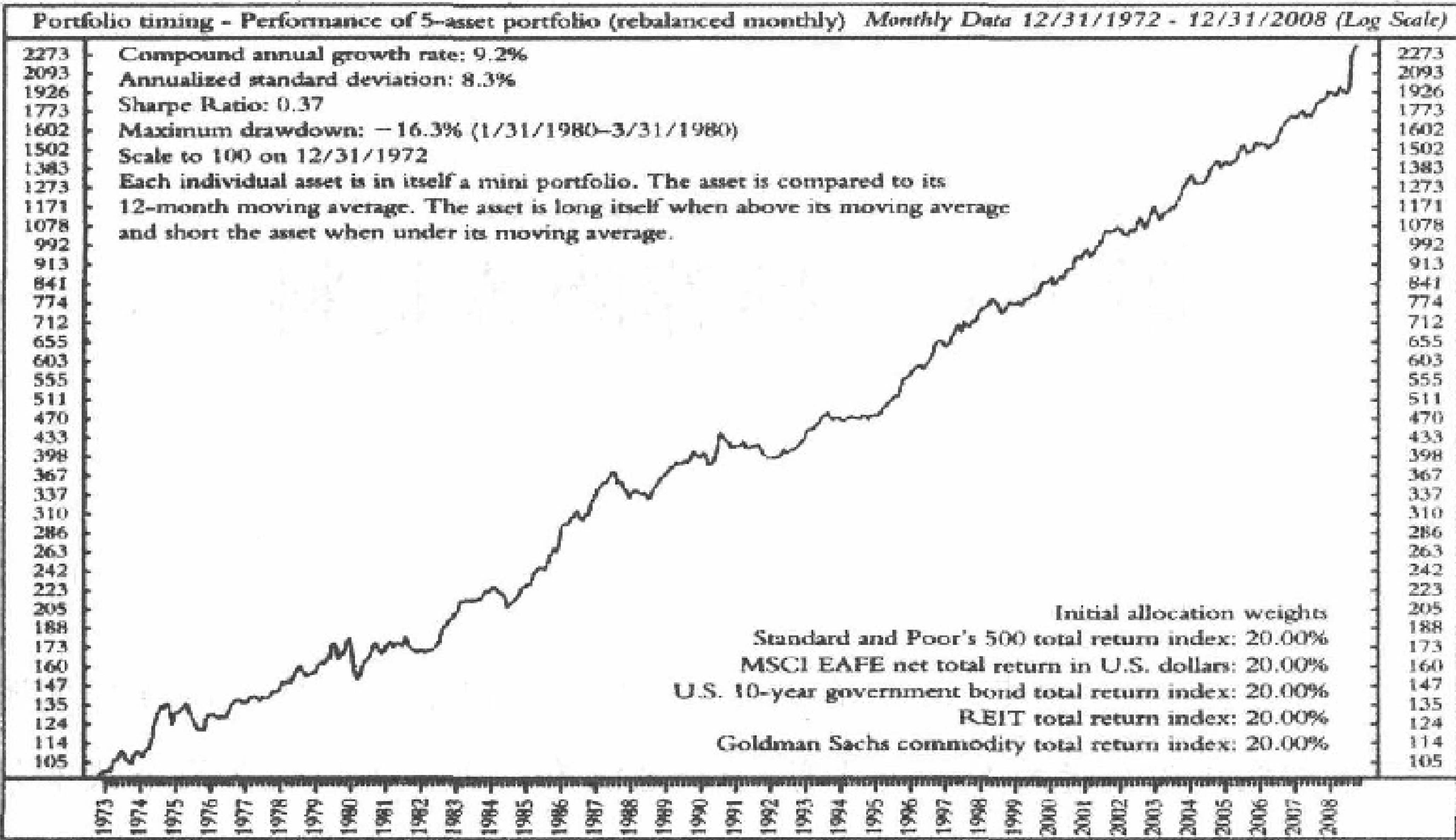
图 B.12 基于常青藤投资组合月度再平衡的 12 月移动平均时间选择模型的回报(1973～2008 年)



© 2008 年奈德・戴维斯研究公司版权所有。

图 B.13 常青藤投资组合、时间选择模型和杠杆化时间选择模型的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



© 2008 年奈德·戴维斯研究公司版权所有。

图 B. 14　多/空时间选择模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 C　推荐阅读材料

我说过，在我一生中，我未曾听闻过在某个广博事物领域不保持终生阅读习惯却能成为智者的人——没有，一个也没有。现在我知道在某个狭窄领域内，各类聪明人即便不阅读也可以把事情做好。但是，投资是一个广博领域。因此，如果你打算做好投资并且不打算保持阅读习惯的话，我只能说，你和我有不同的想法……你一定会惊讶于沃伦·巴菲特的阅读量。你也会惊讶于我的阅读量。

——查理·芒格自述于《可怜查理之年鉴》，第二版，第 6 页

虽然本书对普通公众具有一些意义，但如能提供某些专题的背景知识则更有裨益。如下是我们的推荐(我们特别推荐罗杰·吉布森的《资产配置》一书)。要获得所有出版材料信息，可参见后面的文献目录。

资产配置

《资产配置》(*Asset Allocation*)，罗杰·吉布森(Roger Gibson)著

《资产配置纵横》(*All About Asset Allocation*)，理查德·费里(Richard Ferri)著

《聪明资产配置者》(*The Intelligent Asset Allocator*)，威廉·伯恩斯坦(William Bernstein)著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《精通资产配置艺术》(*Mastering the Art of Asset Allocation*),大卫·达斯特(David Darst)著

捐赠基金投资

《创领投资组合管理》(*Unconventional Success*)和《非传统制胜》(*Pioneering Portfolio Management*),大卫·斯文森(David Swensen)著

《市场撞击时》(*When Markets Collide*),穆罕默德·埃尔—埃里安(Mohamed El-Erian)著

《基金与捐赠基金投资》(*Foundation and Endowment Investing*),劳伦斯·考查德和凯思琳·M. 利特雷泽(Lawrence Kochard and Cathleen M. Rittereiser)著

《捐赠基金与基金托管人投资策略》(*Trustee Investment Strategy for Endowments and Foundations*),克里斯·拉塞尔(Chris Russell)著

市场历史

《乐观主义者的胜利:全球投资回报的 101 年》(*Triumph of the Optimists*:101 *Years of Global Investment Returns*),埃罗依·迪姆森、保罗·马什和迈克·斯汤顿(Elroy Dimson,Paul Marsh,and Mike Staunton)著

《长期视野下的股票》(*Stocks for the Long Run*),杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)著

《市场误动》(*The Misbehavior of Markets*),本奥伊·曼德尔布罗特(Benoit Mandelbrot)著

《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》(*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*),查理斯·麦凯(Charles Mackay)著

《股票作手回忆录》(*Reminiscences of a stock Operator*),埃德温·拉弗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔(Edwin Lefèvre)著

《当天才失败时》(*When Genius Failed*),罗杰・洛温斯坦(Roger Lowenstein)著

《进化并逆天而动的资本观念》(*Capital Ideas Evolving and against the Gods*),彼得・伯恩斯坦(Peter Bernstein)著

《遭随机愚弄》(*Fooled by Randomness*),纳西姆・尼古拉斯・塔勒布(Nassim Nicholas Taleb)著

《伊博森年鉴》(*Ibbotson Yearbook*),伊博森投资公司(Ibbotson Associates)编著

《商品研究局商品年鉴》(*The CRB Commodity Yearbook*),商品研究局(Commodity Research Bureau)编著

《沃伦・巴菲特短文集》(*The Essays of Warren Buffett*),沃伦・巴菲特和劳伦斯・A. 坎宁汉姆(Warren E. Buffett and Lawrence A. Cunningham)著

《财富配方》(*Fortune's Formula*),威廉・庞德斯通(William Poundstone)著

行为心理学与进化生物学

《塔提亚纳博士给全球生物的性忠告》(*Dr. Tatiana's Sex Advice to All Creation*),奥莉薇・贾德森(Olivia Judson)著

《你的资金和你的大脑》(*Your Money and Your Brain*),杰森・茨威格(Jason Zweig)著

《行为投资:实践行为金融的操作指南》(*Behavioral Investing:A Practitioners Guide to Applying Behavioral Finance*),詹姆斯・蒙迪尔(James Montier)著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金

《关于对冲基金》(*All About Hedge Funds*),罗伯特·耶格(Robert Jaeger)著

《绝对回报》(*Absolute Returns*),亚历山大·伊纳臣(Alexander Ineichen)著

《另类投资手册》(*Handbook of Alternative Investments*),马克·安森(Mark Anson)著

《震撼华尔街》(*Rocking Wall Street*),加里·马克思(Gary Marks)著

基金经理人介绍

《对冲猎手》(*Hedge Hunters*),凯瑟琳·伯顿(Katherine Burton)著

《2020 愿景》(2020 *Vision*),哈里·利姆(Harry Liem)著

《新投资超级巨星》(*The New Investment Superstars*),罗伊斯·佩尔茨(Lois Peltz)著

《市场魔术师》(*Markets Wizards*)《新市场魔术师》(*The New Market Wizards*),杰克·斯瓦格(Jack Schwager)著

《黄金屋》(*Inside the House of Money*),史蒂文·德罗布尼(Stephen Drobny)著

量化与技术分析

《研究驱动型投资者》(*The Research Driven Investor*),蒂姆·海耶斯(Tim Hayes)著

《做对或者赚钱》(*Being Right or Making Money*),奈德·戴维斯(Ned

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Davis)著

《战胜市场的袖珍宝典》(*The Little Book That Beats the Market*),乔尔·格林布拉特(Joel Greenblatt)著

《投资组合数学手册》(*The Handbook of Portfolio Mathematics*),拉尔夫·文斯(Ralph Vince)著

《量化投资分析》(*Quantitative Investment Analysis*),理查德·迪福斯科、丹尼斯·麦克李维、杰拉德·平托和大卫·兰科尔(Richard DeFusco, Dennis McLeavey, Jerald Pinto, and David Runkle)著

私募股权

《作为资产类别的私募股权》(*Private Equity as an Asset Class*),盖伊·弗雷泽—桑普森(Guy Fraser-Sampson)著

《J 曲线风险》(*J-Curve Exposure*),皮埃尔—伊维斯·马松内和托马斯·梅尔(Pierre-Yves Mathonet and Thomas Meyer)著

交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易
费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众所周知，长期以来投资界令人印象最深刻的投资回报来自大学捐赠基金，其中哈佛与耶鲁的捐赠基金更是当仁不让的翘楚。本书作者不仅引领我们初登这两家机构基金的投资殿堂，更教会了我们如何在自己的投资实践中复制它们久经考验的投资组合模型。全书通俗易懂，令您觉得资产配置与投资原来可以这样轻松处置。总之，无论在何种市场乱局下，本书都会让您的投资雄心不再忐忑。

——约翰·摩尔丁（John Mauldin），畅销书《牛眼看投资》(*Bull's Eye Investing*)作者

作者为我们展现了一个最鲜活的量化主动资产配置的案例。无论您来自哪种投资层次，本书提供的投资分析与洞察力都会让您受益匪浅。

——罗勃·阿诺德和杰森·许（Rob Arnott and Jason Hsu），研究合作公司（Research Affiliates）董事主席和首席投资官，《基本面指数：另一条投资捷径》(*The Fundamental Index*)共同作者

在投资者研究市场的武器库中，机构持仓分析（13F分析）应该是最具使用价值（可惜也是使用频率最低）的方法。13F分析的到底是什么？如何使用？本书对此进行了详尽的阐释。在全景展现神秘捐赠基金投资世界的同时，本书还为您贡献了跟随我们这个时代最顶级投资专家一起博弈市场的可操作性建议。

——贾斯丁·沃尔特（Justin Walters），贝斯普克投资集团有限责任公司（Bespoke Investment Group LLC）合伙创立人

How to Invest Like the Top Endowments and Avoid Bear Markets

ISBN 978-7-5642-1090-8



定价：44.00元



http://www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.